

441

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES EN MÉXICO

UN ESTUDIO DESDE LA PERSPECTIVA
DEL FUNCIONAMIENTO
DEL SISTEMA FINANCIERO

Fernando Velázquez Vadillo

560

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO
DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES EN MÉXICO

Un estudio desde la perspectiva
del funcionamiento del sistema financiero

218634
C.B. 2894974

“ EL FINANCIAMIENTO
BANCARIO DE LAS EMPRESAS
INDUSTRIALES EN MÉXICO”

Un estudio desde la perspectiva
del funcionamiento
del sistema financiero //

FERNANDO VELÁZQUEZ BADILLO,



UNIVERSIDAD
AUTÓNOMA
METROPOLITANA
Casa abierta al tiempo

Azcapotzalco

2006

2894974



UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA

Rector General

Doctor José Lema Labadie

Secretario General

Maestro Luis Javier Melgoza Valdivia

UAM

HG 4092

V4.15



Rector

Doctor Adrián de Garay Sánchez

Secretaria

Doctora Sylvie Turpin Marion



Director

Doctor Roberto Gutiérrez López

Secretario Académico

Maestro Gerardo González Ascencio

Jefe del Departamento de Economía

Doctor Alfredo Sánchez Daza

Coordinadora de Difusión y Publicaciones

Doctora Elsa Muñiz García

Diseño de portada: Miguel Ángel Sánchez Macías

Primera edición, 2006

Los derechos de reproducción de esta obra pertenecen al autor
© Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Azcapotzalco

División de Ciencias Sociales y Humanidades

Coordinación de Difusión y Publicaciones

Av. San Pablo 180, Edif. E, Salón 004,

Col. Reynosa Tamaulipas, Deleg. Azcapotzalco,

C.P. 02200, México, D.F. Tel. 5318-9109

www.azc.uam.mx/csh/publicaciones

ISBN: 970-31-0654-4

Se prohíbe la reproducción por cualquier medio
sin el consentimiento de los titulares de los derechos de las obras

Impreso en México/Pintado in Mexico

Índice

Introducción.....	17
-------------------	----

Primera parte

La utilización del crédito bancario por las empresas industriales en México.....	25
---	----

CAPÍTULO 1. Las causas del endeudamiento de las empresas en México.....	27
--	----

<i>Sección I.</i> El endeudamiento de las empresas en una economía de endeudamiento.....	28
---	----

<i>§1. La utilización del crédito bancario por las empresas: una necesidad funcional en una economía de endeudamiento....</i>	29
---	----

A. Debilidad de la tasa de autofinanciamiento y utilización del crédito bancario por las empresas en una economía de endeudamiento.....	31
---	----

B. Definición de la tasa de autofinanciamiento.....	33
---	----

C. La tasa de autofinanciamiento de las empresas en México.....	34
--	----

a) Evolución macroeconómica de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en México durante 1983-1991.....	35
---	----

ÍNDICE

b) Causas de la debilidad de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en México.	38
c) Tasa de interés y ahorro de las empresas en México.	41
§2. <i>Efecto de apalancamiento, riesgo y endeudamiento óptimo de las empresas</i>	43
A. El efecto de apalancamiento en las grandes empresas en México.	43
a) Definición del efecto de apalancamiento	43
b) Evolución del efecto de apalancamiento de las grandes empresas en México	47
B. Efecto de apalancamiento, y riesgo de sobreendeudamiento crisis económica	52
C. Confrontación rentabilidad-riesgo y endeudamiento óptimo de las empresas.	54
Sección II. Los factores de endeudamiento de las empresas ligados al ambiente económico	56
§1. <i>Inflación y endeudamiento de las empresas en México.</i>	57
A. Inflación y costo del endeudamiento	57
B. Influencia de la inflación en el endeudamiento de las empresas en México durante el periodo 1980-1994	59
§2. <i>Fiscalidad y endeudamiento de las empresas en México.</i>	62
A. El diferente tratamiento fiscal del endeudamiento y de los capitales propios	62
B. La fiscalidad y el endeudamiento de las empresas en México.	63
§3. <i>Fluctuación del mercado de valores y endeudamiento de las empresas. El radio q de Tobin.</i>	64
Sección III. Costos de agencia, asimetría de información y endeudamiento óptimo de las empresas.	67
§1. <i>Costos de agencia y endeudamiento óptimo de las empresas</i>	68

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

A. El endeudamiento como solución a los conflictos producidos por la relación de agencia. El análisis de Jensen y Meckling (1976)	68
a) Los conflictos de interés dentro de la empresa	69
b) Conflictos en la empresa y endeudamiento óptimo	73
B. El endeudamiento como medio para reducir las decisiones subóptimas de inversión. El modelo de R. M. Stulz (1990)	75
§2. <i>Asimetría de información y endeudamiento de las empresas</i>	76
A. El endeudamiento como señal. El modelo de S.A. Ross (1977)	77
B. Asimetría de información, subinversión y estructura financiera. El modelo de S. C. Myers y N. J. Majluf (1984)	78
Conclusión del capítulo 1	82
CAPÍTULO 2. Análisis estadístico de la estructura de financiamiento de las empresas industriales en México.	85
Sección I. La estructura de financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas (MPME) industriales en México.	87
§1. <i>Presentación de la muestra de MPME mexicanas</i>	88
§2. <i>Evolución del flujo de financiamiento de las inmovilizaciones corporales y de los activos de explotación de las micro, pequeñas y medianas empresas durante el periodo 1989-1990</i>	89
§3. <i>Observaciones sobre la estructura de financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas</i>	92
Sección II. La estructura de financiamiento de las grandes empresas industriales en México	93

ÍNDICE

§1. <i>Presentación de la muestra de grandes empresas</i>	94
§2. <i>El financiamiento de la inversión de las grandes empresas industriales durante el periodo 1983-1994. Análisis del tablero de financiamiento</i>	96
A. Evolución de los empleos (aplicaciones) y recursos (orígenes del tablero de financiamiento de las GE)	96
B. Evolución de la tasa de autofinanciamiento de las grandes empresas	101
a) La tasa de autofinanciamiento del conjunto de la industria	99
b) La tasa de autofinanciamiento de las grandes GE según el tipo de industria	105
§3. <i>La evolución de la estructura de los balances de las GE industriales en México.</i>	108
A. Evolución del balance del conjunto de las GE industriales	108
a) La evolución de la estructura del balance de las grandes empresas industriales	108
b) Análisis de los ratios de endeudamiento de las GE industriales	114
B. Participación del crédito bancario en la estructura de financiamiento de las GE según el tipo de industria	118
§4. <i>Observaciones sobre la estructura de financiamiento de las grandes empresas industriales en México.</i>	123
 Sección III. La estructura de financiamiento de los grupos industriales mexicanos	 125
§1. <i>Presentación de la muestra de grupos industriales.</i>	126
§2. <i>El financiamiento del crecimiento. Análisis de la evolución del tablero de financiamiento</i>	127
A. Evolución de los empleos del tablero de financiamiento de los grupos industriales	128
B. Evolución de los recursos del tablero de financiamiento de los grupos industriales	131

C. Evolución de la tasa de autofinanciamiento de los grupos industriales	133
§3. <i>Evolución de la estructura del balance de los grupos industriales mexicanos</i>	135
A. Evolución de la estructura del activo del balance de los grupos industriales	136
B. Evolución de la estructura del pasivo del balance de los grupos industriales	139
C. Análisis de lo radio de endeudamiento de los grupos industriales, 1983-1994	141
§4. <i>Observaciones sobre la estructura de financiamiento de los grupos industriales</i>	144
 Sección IV. Análisis comparativo de la estructura financiera de las empresas industriales en México, según su tamaño.	146
 Conclusiones del capítulo	154
 Conclusión de la primera parte	156
 Segunda parte 	
La oferta de crédito bancario en México	159
 Capítulo 3. Lógica y factores limitativos de la oferta de crédito bancario en México	163
 Sección I. Las condiciones permisivas de la oferta de crédito bancario.	164
§1. <i>Papel de la liquidez bancaria en la oferta de crédito de los bancos</i>	165
A. El caso de un sistema de banco único	166
B. El caso de un sistema de bancos múltiples	166
C. El caso de un sistema bancario jerarquizado	168
a) El papel del banco central.	169
b) Creación monetaria de los bancos y moneda central	170

ÍNDICE

c. Multiplicador y divisor del crédito	172
§2. Rentabilidad de los bancos, oferta de crédito y comportamiento de margen	173
A. La cuenta de explotación de los bancos.	174
B. Formación del beneficio bancario, oferta de crédito y comportamiento de margen	175
Sección II. Análisis del funcionamiento del sistema bancario y de la oferta de crédito en México a partir del concepto de economía de endeudamiento	177
§1. Papel del banco central y oferta de crédito bancario en una economía de endeudamiento	178
A. La obligación de refinanciamiento del banco central.	178
a) La formación del equilibrio en el mercado monetario.	178
b) El carácter obligatorio del refinanciamiento del banco central en una economía de endeudamiento.	183
B. Las características de la oferta de crédito bancario en una economía de endeudamiento	184
§2. Refinanciamiento del banco central y factores que contribuyen al equilibrio de los balances bancarios en México	186
A. La importancia del refinanciamiento de los bancos de segundo rango ante el banco central en México	187
B. Causas de la debilidad del refinanciamiento del banco central y factores que contribuyen al equilibrio de los balances bancarios en México.	188
a) Evolución de los factores autónomos de la liquidez bancaria en México.	188
b) Papel del endeudamiento externo en el equilibrio de los balances de los bancos comerciales en México.	204

c) El papel de las disposiciones institucionales de la política monetaria y de la política presupuestal en la debilidad del refinanciamiento del banco central en México	209
§3. <i>Pertinencia del análisis de la oferta de crédito prevaleciente en México y consecuencias del endeudamiento externo de los bancos sobre el funcionamiento del sistema financiero.</i>	216
A. Pertinencia del análisis de la oferta de crédito prevaleciente en México	217
a) El análisis de la oferta de crédito en México	217
b) Pertinencia del análisis de la oferta de crédito prevaleciente en México, respecto a la articulación de los sectores real y financiero en el periodo 1989-1994	218
B. El endeudamiento externo de los bancos y funcionamiento del sistema financiero mexicano	222
Sección III. Los factores limitativos de la oferta de crédito bancario.	226
§1. <i>Política monetaria y oferta de crédito de los bancos</i>	227
A. Estabilidad monetaria y actividad bancaria	228
B. Las vías de acción de la política monetaria	229
a) La acción sobre la liquidez bancaria	229
b) La acción cuantitativa directa: el encuadramiento del crédito	232
C. La política monetaria en una economía de endeudamiento	233
D. La política monetaria y la distribución del crédito bancario en México	234
a) Los instrumentos de la política monetaria en México.	235
b) Incidencia de la política monetaria sobre la oferta de crédito bancario en México	238
§2. <i>Riesgo de crédito, información asimétrica y racionamiento del crédito.</i>	240

ÍNDICE

A. La noción de racionamiento de la oferta de crédito de los bancos	240
B. Riesgo de crédito y racionamiento del crédito	242
a) La toma en cuenta del riesgo de crédito por los bancos	242
b) El riesgo de reembolso como causa del racionamiento del crédito. El análisis de D. Hodgman	243
C. Asimetría de información y racionamiento del crédito	244
a) El análisis de J. E. Stiglitz y A. Weiss	244
b) La racionalidad económica del racionamiento del crédito. El análisis de D.M. Jaffe y F. Modigliani	248
c) Asimetría de información, inestabilidad financiera y racionamiento del crédito	249
D. Riesgo de no reembolso y distribución de crédito bancario en México	250
Conclusion del capítulo 3	255
Capítulo 4. Análisis estadístico del comportamiento bancario en México, periodo 1983-1994	257
<i>Sección I. Dimensión de los balances bancarios en México y participaciones relativas de los bancos comerciales y de desarrollo en el total de los pasivos bancarios</i>	<i>259</i>
<i>Sección II. La estructura de las obligaciones de los bancos mexicanos</i>	<i>264</i>
§1. <i>La estructura de las obligaciones de los bancos comerciales</i>	<i>264</i>
§2. <i>La estructura de las obligaciones de los bancos de desarrollo</i>	<i>269</i>

Sección III. El endeudamiento externo de los bancos mexicanos	273
§1. <i>El endeudamiento externo de los bancos comerciales</i>	274
§2. <i>El endeudamiento externo de los bancos de desarrollo</i>	276
Sección IV. Evolución de los activos de los bancos mexicanos	279
§1. <i>Evaluación de la estructura de los activos de los bancos mexicanos</i>	280
A. La estructura de los activos de los bancos comerciales	280
B. La estructura de los activos de los bancos de desarrollo	283
§2. <i>La función de financiamiento de los bancos mexicanos</i>	285
A. El financiamiento de los bancos mexicanos en divisas de los bancos comerciales.	286
a) El financiamiento en divisas de los bancos comerciales	288
b) El financiamiento en divisas de los bancos de desarrollo	289
B. El financiamiento bancario del sector productivo mediante la adquisición de títulos.	291
a) Evolución de la estructura de los valores mobiliarios en el activo del balance de los bancos comerciales según el sector emisor.	292
b) Evolución de la estructura de los valores mobiliarios en el activo del banco de los bancos de desarrollo, según el sector emisor	294
C. El financiamiento bancario mediante la distribución de crédito	297
a) Evolución en términos reales del monto del crédito distribuido por los bancos mexicanos.	298
b) La reorientación del crédito bancario hacia el sector privado.	300

ÍNDICE

c) Evolución de la estructura del crédito de los bancos comerciales y de los bancos de desarrollo al sector privado no financiero (empresas -particulares).....	306
d) Evolución del crédito bancario al sector industrial	309
Conclusión del capítulo 4	314
Conclusión de la segunda parte.....	316
Conclusión general.....	318
Anexo. Empresas que componen la muestra utilizada en el análisis de la estructura financiera de las GE. Clasificación por rama y por sector de actividad.....	323
Bibliografía	325

Introducción

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO de las empresas industriales es un fenómeno complejo cuya evolución depende tanto del comportamiento financiero de los bancos como del de las empresas. Esos comportamientos obedecen a estrategias de adaptación y desarrollo definidas en función del marco macroeconómico. Este último se modificó de manera importante en México durante el periodo 1983-1994, como consecuencia de decisiones de política económica tomadas desde el año 1983 que buscaban establecer un nuevo modelo de desarrollo basado en una redefinición del papel del Estado y en la transformación de la economía: de una economía extremadamente protegida y reglamentada en una economía abierta basada en el libre funcionamiento de los mercados.

En efecto, mientras que la estrategia de industrialización en México desde 1940 y hasta finales de la década de 1970 se basó en la sustitución de importaciones y se acompañó de medidas proteccionistas y de subsidios al sector industrial, en los años ochenta se observó la transición hacia un nuevo modelo de desarrollo basado en la promoción de exportaciones, del libre cambio y la reducción del sector público.

En este marco estudiaremos la evolución del financiamiento bancario de las empresas industriales. El periodo de análisis, 1983-1994, es idóneo puesto que en él se observó un crecimiento explosivo del crédito bancario a partir de 1989 y hasta 1994, al tiempo que la actividad económica aumentaba. La contrastante evolución de

INTRODUCCIÓN

esas variables en el periodo inmediato anterior, 1983-1988, permite analizar los determinantes del comportamiento financiero tanto de las empresas industriales como de las firmas bancarias.

Debemos, entonces, precisar la noción de actividad industrial y, por otra parte, justificar la realización de este estudio sobre el financiamiento de las empresas industriales mediante el crédito bancario.

Si tomamos como criterio la actividad principal de las empresas, pueden clasificarse en industriales, comerciales y de servicios, que tienen como objetivo, respectivamente, la producción de bienes, la venta de lo producido y la prestación de servicios (estos últimos entendidos como categoría de intercambios que no incluye la entrega de un bien). En tanto responsables de actividades económicas, estos tres tipos de empresas contribuyen a la formación del producto interno bruto. Aquí nos referiremos a esta clasificación, que constituye un reacomodo de las clasificaciones de la actividad económica utilizadas en los documentos oficiales en México.¹

Nos ocuparemos prioritariamente del estudio de las empresas industriales, privilegiando así la actividad de producción material de bienes económicos. Esta elección se justifica porque el desarrollo de la actividad industrial induce la progresión en las actividades de comercio y servicios y, por otra parte, por la importancia de la participación del sector industrial en el PIB en México, que fue igual a 31% en promedio durante el periodo 1989-1991. Como puntos de referencia señalamos que la participación de este sector en el PIB en Francia (1995), Alemania (1995) y España (1994) representó, respectivamente, 28.6, 33.5 y 32.9% (OCDE, 1995).

Nuestro análisis se situará principalmente en el nivel mesoeconómico, es decir, el del sector de actividad. Este nivel de análisis, muy utilizado en la economía industrial, según J. de Bandt (1991), "constituye un nivel intermedio entre los niveles micro y macroeconómico. Se refiere a un nivel en el que se afirman lógicas y dinámicas

¹ Respecto a la clasificación de la actividad económica que distingue los sectores: agricultura, industria y servicios (este último comprende el comercio), la clasificación propuesta en el texto implica la inclusión del sector agrícola en el sector industrial y la separación del sector comercio respecto al sector servicios.

específicas, entendidas como lógicas de sistema, que actúan sobre las configuraciones y estructuras industriales concretas”.

Ahora bien, cuando se hace referencia a las instituciones bancarias se considera naturalmente que su principal función es financiar, es decir, coleccionar, transformar y distribuir los montos disponibles para el financiamiento. Esta función es fundamental en la determinación de la actividad de las empresas, ya que ante recursos internos insuficientes, constituye una etapa indispensable para la realización de los proyectos de inversión. Los bancos permiten a las empresas, mediante la distribución de crédito, “ampliar sus bases financieras y son un factor determinante del crecimiento económico al permitir al sector industrial realizar sus programas de modernización y ampliación de sus actividades” (Levratto, 1995).

Por otra parte, el crédito bancario aparece como una modalidad privilegiada de financiamiento de la actividad industrial dado que los bancos asumen una parte o la totalidad del riesgo de la realización de proyectos de inversión. Los bancos establecen una relación bilateral con las empresas a partir del otorgamiento del crédito, lo que les da acceso a información privilegiada sobre la calidad de las empresas, permitiéndoles comprometerse en la realización de proyectos a largo plazo con las empresas consideradas como seguras.

El objeto de estudio de este libro es el financiamiento bancario de las empresas industriales en México y abarca el periodo 1983-1994, incluido entre dos crisis mayores de la economía mexicana: la de 1982, desatada por la decisión unilateral de México de suspender los pagos de la deuda externa, y la de 1994, cuyos orígenes se sitúan en el desequilibrio de la balanza de pagos y en el régimen de tasa de cambio. Debemos diferenciar dos subperiodos: 1983-1988 y 1989-1994, durante los cuales los indicadores fundamentales de la economía evolucionaron de manera radicalmente diferente, conduciendo a los bancos y a las empresas industriales a adoptar comportamientos financieros muy contrastados. Así pues, es necesario recapitular brevemente las principales características macroeconómicas de estos dos periodos.

En 1983-1988 la interrupción del financiamiento internacional (como consecuencia de la suspensión de pagos ligados a la deuda

externa en 1982) y el alza de las tasas de interés reales contribuyeron al aumento del déficit público. Estas dificultades de financiamiento del sector público se acentuaron al final de 1985 y en 1986, debido a la caída de los precios del petróleo. El déficit público representó 16% del PIB en ese último año, y esta degradación, aunada a la notable aceleración de la inflación, motivó un endurecimiento de la política monetaria, que se tradujo en el establecimiento de una tasa de reservas obligatorias de los bancos de 100% de sus depósitos. Por supuesto, en esas condiciones la capacidad de financiamiento de los bancos se redujo considerablemente.

El crecimiento de las tensiones *inflacionistas*, la caída de los ingresos petroleros y el endurecimiento de la política monetaria explican el nulo crecimiento de la economía en este periodo. En términos reales el monto del PIB en 1988 fue solamente de 1.9% superior al monto de 1984, y la variación anual promedio de la formación bruta de capital fijo (FBCF) en el periodo 1983-1988 fue de - 3.4%. Las empresas redujeron entonces su utilización de crédito bancario.

Ante esta situación, el objetivo del nuevo modelo económico fue aumentar la productividad de las empresas a fin de desarrollar sus exportaciones. Los instrumentos utilizados para este fin fueron la intensificación de la competencia mediante el desmantelamiento de los controles aduanales, la promoción del libre intercambio de mercancías y de capitales, y la privatización de las empresas públicas.

En 1989 se marca el inicio de un nuevo periodo, en el transcurso del cual se observó la aparición de un excedente en las cuentas del sector público, el control de la inflación y la liberalización del sistema financiero. Los principales elementos de esta última fueron el proceso de privatización de los bancos que habían sido nacionalizados en 1982, la orientación de su evolución hacia el esquema de banca universal en el marco de la formación de grupos financieros y el crecimiento de los mercados financieros. La constitución obligatoria de reservas por los bancos fue eliminada, pero el control monetario continuó restringiendo la actividad bancaria, esta vez mediante una acción cada vez más centrada en la regulación de la tasa de interés. Además, los bancos se vieron obligados

a tomar en cuenta cada vez más las consideraciones de riesgo en su actividad de financiamiento, sustituyendo este elemento restrictivo de la distribución de crédito a la anterior obligación de financiamiento del sector público que se ejercía sobre el sistema bancario.

En cuanto al sector real, se observó en este periodo una disminución de la rentabilidad de las empresas, debido principalmente a la competencia de los productos importados y a la política de *control de precios de los poderes públicos*. Al mismo tiempo, para sobrevivir en un ambiente más competitivo, las empresas mexicanas se vieron obligadas a modernizarse. Esto fue aún más necesario como consecuencia, por una parte, del retardo acumulado en la inversión durante la mayor parte de los años ochenta y, por otra, de las nuevas oportunidades de inversión que surgieron del acceso del sector privado a actividades antes reservadas al Estado.

La disminución de las fuentes internas de financiamiento en empresas, simultáneamente al aumento de la inversión, implicó una creciente necesidad de financiamiento externo. Ahora bien, las fuentes de este último se enmarcan en un sistema financiero caracterizado, en el periodo de estudio, por la debilidad de los mercados financieros y por la preponderancia del crédito bancario.

Así, el monto de la capitalización bursátil representó, al final de 1991, 25.0% del PIB, mientras que para el mismo año el crédito bancario representó 41.5% (OCDE, 1995). Por otra parte, el número de empresas que cotizaba en bolsa para 1991 fue apenas ligeramente superior a 200. Además, el desarrollo de los mercados financieros se veía limitado por cierto número de dificultades: las características culturales de la administración financiera de las empresas que motivan a los dirigentes a rechazar la emisión de títulos (debido a la dilución de la propiedad que implica), la inadecuada práctica contable que les impide acceder al mercado financiero y la falta de inversionistas institucionales nacionales dispuestos a invertir en el largo plazo.

En un sistema financiero en el que el sistema bancario es preponderante y en el que los mercados financieros, a pesar de su progresión, no representan una opción real de financiamiento para

las empresas, la capacidad del sistema bancario para financiar la necesaria reconversión industrial constituyó un elemento crucial.

Este planeamiento evidencia el valor del estudio del financiamiento bancario de las empresas industriales en México e implica destacar los elementos determinantes de la relación de financiamiento entre bancos y empresas. Esos elementos deben buscarse en el comportamiento financiero de las empresas, pero también en la actividad de financiamiento de los bancos y sus factores determinantes, entre los cuales el papel del banco central aparece como fundamental. Este estudio no puede, en consecuencia, realizarse de manera independiente respecto al análisis del funcionamiento global del sistema financiero.

La herramienta teórica que utilizamos para la realización de nuestro estudio consiste en la distinción de los sistemas financieros entre las Economías de Mercados Financieros (EMF) y las Economías de Endeudamiento (EE), que se aplica aquí, por primera vez en México, al análisis del comportamiento financiero de las empresas y del funcionamiento del sistema financiero. La distinción EMF-EE designa dos estructuras financieras diferentes y dos modos de articulación de los sectores real y financiero de la economía. Los sistemas financieros se desarrollan, efectivamente, sobre la base de un elemento real constituido por la forma predominante de financiamiento de las empresas. Así, en una EMF las empresas se financian esencialmente mediante la emisión de activos en los mercados financieros, mientras que en una EE el crédito bancario constituye su principal fuente. En este último sistema financiero el banco central asume un papel de prestamista obligado de último recurso.

Debe señalarse, sin embargo, que ningún sistema financiero presenta de manera rigurosa las características propias de esos esquemas teóricos, por lo que no debe buscarse en la realidad lo que en teoría constituyen "casos puros". Esta distinción tiene un aporte importante: provee un marco de análisis del funcionamiento y evolución de los sistemas financieros.

Ahora bien, una EE se define por un doble nivel de endeudamiento: endeudamiento de las empresas ante los bancos y endeudamiento de los bancos ante el banco central.

Esas características se observaron en México durante 1994. La utilización de crédito bancario por las empresas es tradicionalmente importante, y el endeudamiento de los bancos comerciales ante el banco central progresó de manera importante en ese año.

En consecuencia, a fin de estudiar el financiamiento bancario de las empresas industriales en el marco global del funcionamiento del sistema financiero, planteamos como hipótesis central que el financiamiento bancario de las empresas industriales en México se encuentra inscrito en el marco de un sistema que funciona según una lógica cercana a la de una economía de endeudamiento.

La razón principal para utilizar la distinción teórica Economía de Mercados Financieros-Economía de Endeudamiento es que establece la articulación entre la necesidad de financiamiento de la economía y la continuidad del funcionamiento del sistema financiero, permitida por la intervención del banco central mediante la noción de endeudamiento de los bancos ante el banco central (al que llamamos en este texto "refinanciamiento").

La metodología seguida en este libro se edifica sobre la distinción, pero la comprensión de nuestro tema de estudio se apoyará en la teoría contemporánea. Así utilizaremos, por ejemplo, las teorías de la agencia y de la información para analizar el comportamiento financiero de las empresas y para precisar el análisis de la oferta de crédito de los bancos.

Más allá de un objetivo de clasificación tipológica, la aplicación de la distinción EMF-EE nos permitirá realizar un análisis teórico y una verificación empírica de ciertas características del sistema financiero mexicano, que son a veces aceptadas explícita o implícitamente en los trabajos que tratan este tema. *Realizaremos, entonces, un esfuerzo para destacar y dar una interpretación teórica a las principales características del funcionamiento del sistema bancario, del comportamiento financiero de las empresas y de su interacción en México.*

Debe advertirse al lector, sin embargo, que el estudio enfrenta limitaciones debido a la escasez y dificultades para obtener información estadística pertinente, principalmente en lo que respecta a la intermediación financiera no bancaria y al financiamiento de las empresas.

INTRODUCCIÓN

Nos apoyaremos para el desarrollo de nuestro estudio, en tanto ejes directores, en los dos niveles de endeudamiento constitutivos de una economía de endeudamiento. Abordaremos en una primera parte, el estudio de la utilización del crédito bancario por las empresas industriales en México y, en una segunda, la oferta de crédito bancario en México.

Primera parte

La utilización del crédito bancario
por las empresas industriales en México

PROPUSIMOS COMO HIPÓTESIS central que el financiamiento de las empresas industriales en México se encuentra inscrito en el marco de un sistema financiero cuyo desempeño se aproxima al de una economía de endeudamiento. Esta hipótesis nos permite utilizar la distinción teórica economía de endeudamiento economía de endeudamiento-economía de Mercados Financieros como instrumento de análisis del sistema financiero mexicano. Sin embargo, debemos recordar que esta distinción hace referencia a “tipos puros” y que cada sistema financiero presenta, en realidad, en proporciones variables, las características propias de uno u otro de esos sistemas.

Ahora bien, una economía de endeudamiento se define por un doble nivel de endeudamiento: el de las empresas ante los bancos y el de los bancos ante el banco central. El estudio de la utilización del crédito bancario por las empresas mexicanas, que abordaremos en esta primera parte, busca entender el primero de esos niveles.

Examinaremos primero las diferentes causas que motivan a las empresas a endeudarse y, en particular, aquellas ligadas al desarrollo de una economía de endeudamiento: la tasa de autofinanciamiento y el efecto de apalancamiento. Enseguida evaluaremos el papel que desempeñó el crédito bancario en el financiamiento de las empresas industriales mexicanas, para saber si su utilización es representativa de una economía de endeudamiento. Este análisis se realizará en el marco más general del estudio de su comportamiento financiero.

LA UTILIZACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO

Examinaremos las causas del endeudamiento de las empresas (capítulo 1) y la estructura de financiamiento de las empresas industriales en México (capítulo 2).

Capítulo 1

Las causas del endeudamiento de las empresas en México

LA DESTACADA PARTICIPACIÓN del crédito bancario en la estructura financiera de las empresas mexicanas hace necesario interrogarse sobre las causas de este endeudamiento. En este capítulo examinaremos, con base en el análisis teórico del financiamiento de las empresas en una economía de endeudamiento, dos de los factores usualmente citados en tanto que elementos explicativos del endeudamiento de las empresas: la debilidad de la tasa de autofinanciamiento y el efecto de apalancamiento.

El endeudamiento de las empresas se inscribe efectivamente en el marco del funcionamiento general del sistema financiero, pero podemos preguntarnos también cuáles son los factores ligados al ambiente económico que alientan este endeudamiento.

Por otra parte, un análisis desde la perspectiva del funcionamiento interno de la empresa debe permitirnos observar los factores ligados a los conflictos de interés y a la imperfección de la información en el seno de la empresa que fundamentan la decisión de endeudamiento. Nos serviremos de las teorías de la agencia y de la información para analizar desde el punto de vista microeconómico el endeudamiento de las empresas.

Aquí estudiaremos, sucesivamente, el endeudamiento de las empresas en una economía de endeudamiento (sección I), los factores del endeudamiento de las empresas ligados al ambiente económico (sección II) y la contribución de las teorías de la agencia y de la

información al análisis del endeudamiento de las empresas (sección III).

SECCIÓN I

EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN UNA ECONOMÍA DE ENDEUDAMIENTO

En esta sección examinaremos, sobre la base del análisis teórico del financiamiento de las empresas en una economía de endeudamiento, dos de los factores más usualmente citados en tanto elementos explicativos del endeudamiento: la debilidad de la tasa de autofinanciamiento y el efecto de apalancamiento. La referencia al concepto de economía de endeudamiento nos permitirá prestar *atención a los vínculos* entre el comportamiento de endeudamiento de las empresas y el funcionamiento del sistema financiero.

En efecto, un elemento determinante del funcionamiento de los sistemas financieros lo constituye la tasa de autofinanciamiento de las empresas. Por otro lado, el estudio del efecto de apalancamiento se integra fácilmente al marco de análisis de una economía de endeudamiento, ya que éste es un principio fundamental de administración microeconómica que justifica el endeudamiento de las empresas por el aumento de su rentabilidad financiera.

Ahora bien, puesto que el peso de las obligaciones financieras aumenta con el endeudamiento, éste implica ciertos riesgos, como el de sobreendeudamiento, señalado por diferentes autores. Aquí examinaremos las contribuciones de Fisher, Kalecki y Minsky. Observaremos también cómo el análisis tradicional del financiamiento de las empresas permite establecer un nivel de endeudamiento óptimo.

Se presentarán en esta sección, en primer lugar, la utilización del crédito bancario por las empresas en tanto necesidad funcional en una economía de endeudamiento (§1) y, en segundo lugar, los beneficios en términos de rentabilidad que el efecto de apalancamiento procura a las empresas, los riesgos a los cuales las expone y la determinación de un nivel óptimo de endeudamiento (§2).

§1. LA UTILIZACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO
POR LAS EMPRESAS: UNA NECESIDAD FUNCIONAL
EN UNA ECONOMÍA DE ENDEUDAMIENTO

El estudio de este punto nos proporcionará un marco analítico del papel que desempeña la tasa de autofinanciamiento en la importancia de la utilización del crédito bancario por las empresas mexicanas.

Ahora presentaremos el análisis del endeudamiento de las empresas en el marco teórico de una economía de endeudamiento (A), enseguida propondremos dos indicadores de la tasa de autofinanciamiento de las empresas privadas en México (B) y, finalmente, observaremos la evolución macroeconómica de estos indicadores en el periodo 1983-1991, y aportaremos elementos explicativos de esa evolución (C).

A. Debilidad de la tasa de autofinanciamiento
y utilización del crédito bancario por las empresas
en una economía de endeudamiento

Las empresas tienen generalmente un ahorro insuficiente en relación con el total de sus gastos (de inversión y de explotación) y presentan, en consecuencia, una necesidad de financiamiento que puede ser definida como la diferencia entre sus gastos y su autofinanciamiento. En los periodos de crecimiento el autofinanciamiento es insuficiente para asegurar la expansión de las empresas y éstas se ven obligadas a acudir a los bancos a fin de obtener los recursos necesarios.

El faltante de financiamiento evidencia que las empresas se ven obligadas a recurrir en todos los casos al financiamiento externo, pero éste tiene un carácter complementario en ciertas economías y un carácter decisivo en otras. El nivel de la tasa de autofinanciamiento está así en la base de una distinción de los sistemas financieros entre las economías de mercados financieros y las economías de endeudamiento. En las primeras, las empresas tienen una tasa de autofinanciamiento elevada y los recursos externos,

obtenidos principalmente mediante la emisión de activos financieros, tienen un papel complementario en el aporte de recursos de financiamiento.

En cambio, en las economías de endeudamiento las empresas presentan una débil tasa de autofinanciamiento; su actividad corriente y la realización de sus inversiones implican, en consecuencia, que recurren significativamente al crédito bancario. Las empresas están endeudadas ante el sistema bancario y los bancos tienen un faltante de moneda central que satisfacen mediante el refinanciamiento (endeudamiento) ante el banco central.¹

La utilización del crédito bancario por las empresas en una economía de endeudamiento se impone, entonces, como necesidad funcional ante la debilidad de la *tasa de autofinanciamiento*. Esto constituye la *base real* de ese sistema, en el sentido de que la debilidad de la tasa de autofinanciamiento es consecuencia de comportamientos ligados a la formación del producto y a la determinación de su repartición. Es decir, una economía de endeudamiento se constituye, en un primer nivel, sobre la base de una diferencia estructural entre la tasa de inversión deseada y la de ahorro lograda por las empresas. La tasa de inversión deseada explica la debilidad constante de la tasa de autofinanciamiento. La diferencia entre la tasa de inversión y la de ahorro realizado explica la insuficiencia del financiamiento mediante la emisión de activos, es decir, recursos de ahorro. En el esquema conceptual de una economía de endeudamiento, la existencia y constancia de esa diferencia son consecuencia de cierta repartición social del valor agregado entre salarios y beneficios. Concretamente, esa repartición se establece en perjuicio del ahorro de las empresas y, por consiguiente, de su capacidad de financiamiento.

El financiamiento del crecimiento de la economía se ve limitado por la reducida capacidad de autofinanciamiento y por el nivel ge-

¹ La articulación de los sistemas financieros a los modos de financiamiento de las empresas tiene su origen en la distinción establecida por Hicks en una economía, entre las empresas que se financian mediante el crédito y las que lo hacen con recursos previamente acumulados. Cf. J. Hicks, *The crisis in the Keynesienne economics*, Basil Blackwell, 1973.

neral de ahorro; la demanda de crédito bancario por las empresas, en estas condiciones, una demanda de creación de medios de financiamiento que anticipa el crecimiento del producto.

B. Definición de la tasa de autofinanciamiento

El autofinanciamiento constituye una fuente de financiamiento interna definida por oposición a la utilización de recursos externos: préstamos, aumentos de capital mediante la emisión de acciones y endeudamiento ante el sistema bancario.

Los recursos excepcionales, como los beneficios obtenidos por cesión de activos, contribuyen a aumentar el autofinanciamiento, pero éste es esencialmente resultado de la actividad corriente de la empresa y constituye uno de los elementos que participan en la *distribución del ingreso bruto producido por la empresa al mismo título que la remuneración de los capitales utilizados y los pagos al Estado y a los asalariados*. El autofinanciamiento está constituido esencialmente por dos fuentes: los montos destinados a las amortizaciones y los beneficios no distribuidos.

Ahora bien, la tasa de autofinanciamiento designa la relación entre ahorro y variación de la inversión de las empresas. Esta definición general puede ser precisada a fin de obtener diferentes perspectivas de esa tasa. Así, consiste en ahorro bruto o neto (tomando en cuenta o no el monto de las amortizaciones) y en la inclusión o no de los pagos de reembolso de préstamos. En cuanto a la inversión, ésta incluye o no la variación de inventarios y, eventualmente, la variación de los activos financieros.

Es necesario señalar, sin embargo, que el estudio de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en México enfrenta limitaciones estadísticas importantes. Así, por ejemplo, no se dispone en México de datos a nivel macroeconómico que conciernan específicamente al comportamiento financiero y real de las empresas. La clasificación sectorial propuesta por el Sistema de Cuentas Nacionales distingue únicamente los sectores público y privado. Los datos sobre la formación bruta de capital fijo (FBCF) y sobre el ahorro, elementos constitutivos de la tasa de autofinanciamiento,

son presentados únicamente a nivel global. Estas limitaciones nos conducen a concentrar nuestro estudio de la tasa de autofinanciamiento en México a las empresas del sector privado, y se hará sobre la base de un indicador que elaboramos de la manera siguiente: en lo que concierne al ahorro de las empresas nos referimos, primero, al monto presentado por las cuentas nacionales sobre el ahorro del sector privado. Ahora bien, este último está constituido por el ahorro de las empresas y el de los particulares; los montos correspondientes a esos dos sectores no los presentan las cuentas nacionales. Sin embargo, un estudio realizado por el *Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas (IMEF)* presentó una estimación de la evolución del ahorro de los particulares en el periodo 1983-1991 (Herrera, 1993). Nosotros deducimos, simplemente, este último monto del total del ahorro del sector privado mostrado por las cuentas nacionales, a manera de obtener una estimación del ahorro de las empresas del sector privado.

Al nivel de la FBCF y de la variación de inventarios utilizamos los datos sobre el sector privado presentados por las cuentas nacionales. La distinción empresas-particulares, a la que nos referimos en el caso del ahorro, es menos importante en el caso de la FBCF, ya que entre los particulares se encuentran empresarios individuales cuya actividad de inversión forma parte de la FBCF de las empresas. Los montos de la FBCF y de los inventarios que utilizaremos son, por lo tanto, aproximaciones a los valores reales de esos parámetros en el conjunto de las empresas privadas. Con esos datos elaboramos dos indicadores de la tasa de autofinanciamiento de las empresas privadas en México: ahorro/FBCF y $\text{ahorro/FBCF} + \text{variación de inventarios}$.

C. La tasa de autofinanciamiento de las empresas en México

Después de observar la evolución macroeconómica de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en México durante el periodo 1983-1991 (a), propondremos elementos explicativos de la evolución de esa tasa en el periodo (b).

a) Evolución macroeconómica de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en México durante 1983-1991

Es necesario, previamente, recordar que los indicadores propuestos de la tasa de autofinanciamiento de las empresas mexicanas constituyen una aproximación al nivel real de esa tasa. Esto no afecta nuestro objetivo principal: conocer el nivel general de esa tasa y observar el sentido de su evolución. Los datos disponibles sobre el ahorro nos permiten analizar dicho periodo.

En el cuadro 1 y en la gráfica 1 se observa que la tasa de autofinanciamiento de las empresas privadas mexicanas disminuye de 1983 a 1991. Sin embargo, se distinguen dos periodos: 1983-1988 y 1989-1991. En el primero la tasa de autofinanciamiento: ahorro/FBCF tiene un valor promedio de 83.8%. En el segundo se observa una fuerte disminución de esa tasa y su valor promedio es de 64.7%. Ahora bien, la inversión del sector privado entre los años 1991 y 1994 (es decir, en el periodo posterior al analizado) pasa, en proporción del PIB, de 14.9 a 17.3%, lo que permite suponer que la disminución de la tasa de autofinanciamiento de las empresas pudo prolongarse hasta el año 1994 (aumento del denominador). Hay, sin embargo, que considerar que el ahorro del sector privado (empresas y particulares) aumentó en el mismo periodo, en proporción del PIB, de 9.7 a 10.7% (B. de M., 1996; OCDE, 1995).

La tasa de autofinanciamiento ahorro/FBCF + variación de inventarios presenta una evolución paralela a la de la tasa ahorro/FBCF y se sitúa en un nivel inferior al de esta última, excepto en 1986, cuando la variación de inventarios fue negativa. En la gráfica 1 se observa, sin embargo, que disminuye la separación entre las dos curvas en el segundo periodo, lo que refleja la reducción de inventarios como consecuencia de la progresión de la actividad económica.

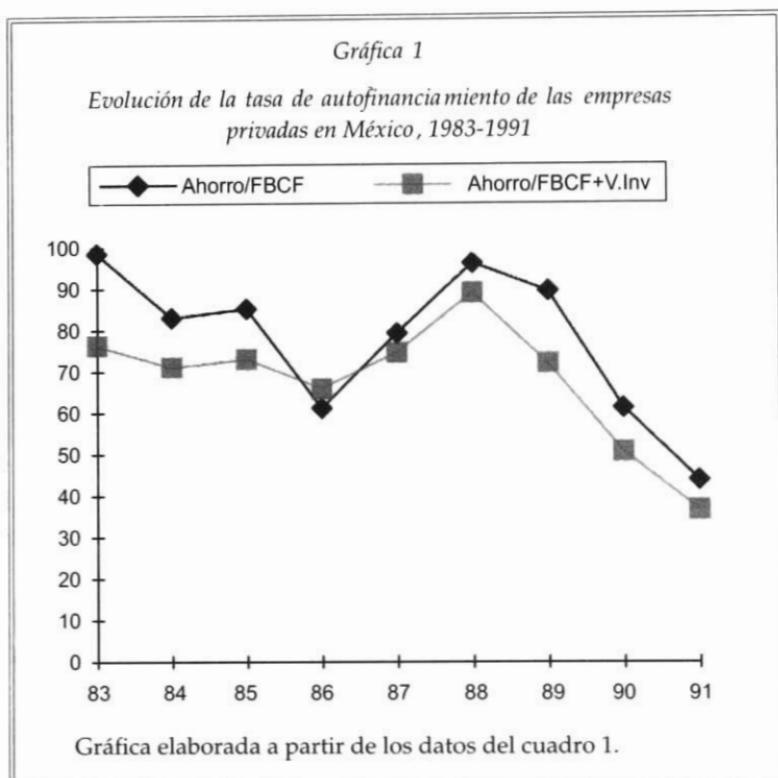
Si se toma como punto de referencia el nivel de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en Francia —que fue de 65.5% en promedio en el periodo 1980-1985 (Renversez, 1991)—, es decir, cuando Francia representaba un caso casi puro de economía de endeudamiento, es posible concluir que el nivel promedio de la tasa de autofinanciamiento de las empresas mexicanas en los periodos

Cuadro 1

Tasa de autofinanciamiento de las empresas privadas en México, 1983-1991 (millones de pesos corrientes)

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)
1. FBCF	1 961	3 341	5 901	10 239	25 596	55 482	67 745	94 211	128 613
2. Variación de inventarios	573	566	987	- 734	1 580	4 526	16 438	20 093	25 327
3. Inversión total	2 534	3 907	6 888	9 505	27 176	60 008	84 183	114 304	153 940
4. Ahorro bruto	1 931	2 770	5 024	6 256	20 244	53 328	60 440	57 708	56 236
5. Tasa de autofinanciamiento 4/1	98.5	83.0	85.1	61.1	79.1	96.1	89.3	61.1	43.7
6. Tasa de autofinanciamiento 4/3	76.2	71.0	73.0	65.8	74.5	88.9	71.8	50.5	36.5

Fuente: cuadro elaborado a partir de FBCF: periodo 1980-1990, datos del INEGI, en *Études économiques de l'OCDE. Mexique*, 1992, p. 284. Año 1991, *Anuario Estadístico de los EUM*, 1992, INEGI, p. 235. Ahorro: el ahorro de las empresas se obtuvo restando del monto del ahorro privado (OCDE, *op. cit.*, p. 80) el monto del ahorro de los particulares (*Ejecutivos de Finanzas*, enero, 1993, p. 65).



1983-1988 y 1989-1991 puede ser considerado como representativo de una economía de endeudamiento. Hay que subrayar que el nivel promedio del segundo periodo (64.7%) es más representativo del financiamiento de las empresas mexicanas, debido a la progresión de la actividad de inversión (mientras que en el primer periodo fue prácticamente nula). La principal observación concerniente a la evolución de la tasa de autofinanciamiento de las empresas mexicanas es, sin embargo, su importante deterioro a partir de 1989.

Diferentes elementos, que serán presentados en el párrafo siguiente, contribuyen a explicar la debilidad de la tasa de autofi-

nanciamiento de las empresas mexicanas y su reducción a partir de 1989.

b) Causas de la debilidad de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en México

La tasa de autofinanciamiento es una relación entre dos elementos, en consecuencia, su evolución refleja mecánicamente las variaciones de uno de esos elementos respecto al otro. Aquí estudiaremos esos elementos en tanto factores de evolución de la tasa de autofinanciamiento (b.1.) y nos preguntaremos si la aparición de tasas de interés reales positivas ha influido de manera significativa la capacidad de ahorro de las empresas en México (b.2.).

b.1) Factores de evolución de la tasa de autofinanciamiento

Distinguímos dos factores de evolución de dicha tasa: por una parte, el nivel y el destino del beneficio y, por otra, el ritmo de acumulación del capital.

El beneficio de las empresas industriales lo constituye la diferencia entre precio de venta y costo de producción. Su nivel depende, en consecuencia, de las posibilidades de la empresa para aumentar el precio de venta o reducir el costo de producción. Sin embargo, las empresas están sometidas a una doble limitación: por un lado, la mayor apertura de la economía hace que el alza de precios se traduzca en pérdida de competitividad y en un déficit de la balanza corriente; por otro, el margen beneficiario está sometido a cuatro tipos de costos: salariales y sociales, financieros, fiscales y de explotación.

El ritmo de acumulación del capital constituye el segundo factor *explicativo* de la evolución de la tasa de autofinanciamiento: a un nivel determinado de ahorro, la tasa de autofinanciamiento varía, dependiendo del aumento o de la reducción de la inversión.

A continuación estudiaremos la influencia del ahorro (b.1.1.) y la inversión (b.1.2.) en la evolución de la tasa de autofinanciamiento de las empresas mexicanas.

b.1.1) Influencia de la actividad de inversión sobre la evolución de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en México

La actividad de inversión influyó de manera distinta en la evolución de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en los periodos 1983-1988 y 1989-1991.

Efectivamente, en 1983-1988 la actividad de inversión de las empresas se caracterizó por su estancamiento y favoreció, en consecuencia, la progresión de la tasa de autofinanciamiento (la tasa de crecimiento promedio de la FBCF en este periodo, a precios de 1980, fue de - 3.4%) (OCDE, 1992). Esta caída de la inversión de las empresas se explica, por una parte, por la crisis de la deuda de 1982, la cual condujo a las empresas a privilegiar el desendeudamiento en perjuicio de la inversión y, por otra parte, de manera más fundamental, por el agotamiento del modelo de desarrollo seguido desde los años cuarenta, basado en la sustitución de importaciones, que proporcionaba a las empresas un mercado cautivo, protegido de la competencia exterior y que desalentaba las inversiones destinadas a aumentar la productividad.

Al contrario, en el periodo 1989-1991 la progresión importante de la actividad de inversión de las empresas contribuyó a disminuir la tasa de autofinanciamiento (la tasa de crecimiento promedio de la FBCF en México en este periodo, a precios constantes de 1980, fue de 9.3%) (OCDE, 1992). Un elemento explicativo esencial de esta progresión fue la intensificación de la competencia en el marco de la instauración de un nuevo modelo de desarrollo basado en el libre mercado que obligó a las empresas a modernizarse. El aumento consecutivo de la inversión contribuyó a la deterioración de la tasa de autofinanciamiento desde 1989.

b.1.2) Papel del ahorro en la evolución de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en México

En este punto estudiaremos la influencia del ahorro en la tasa de autofinanciamiento de las empresas en México durante 1983-1988 y 1989-1991. En particular, conoceremos si la repartición del valor agregado global, entre salarios y beneficios, es un factor explicativo de la degradación de la tasa de autofinanciamiento en el periodo 1989-1991.

Se constata que, al igual que la inversión, el ahorro de las empresas mexicanas influyó de manera radicalmente diferente en la evolución de su tasa de autofinanciamiento en los periodos 1983-1988 y 1989-1991.

En efecto, en 1983-1988 el ahorro de las empresas privadas, en pesos constantes de 1980, aumentó de 469.8 a 538.3 millones de pesos, es decir, 14.6%.² Esta progresión se explica por dos elementos. En primer lugar, por el ambiente económico reinante hasta la mitad de los años ochenta, caracterizado por la falta de competencia en los mercados internos, por una política proteccionista y por una inflación elevada, que permitió a las empresas aumentar su autofinanciamiento mediante el alza de precios.

En segundo lugar, a partir de 1985, la nueva política comercial provocó la intensificación de la competencia, al mismo tiempo que la política de concertación de precios condujo al aumento de costos de producción. Estos dos factores redujeron, lógicamente, las posibilidades de ahorro de las empresas, sin embargo, éste último continuó su progresión hasta 1988. Esto se explica por la sustancial devaluación del peso en 1986, lo que permitió a las empresas mexicanas mantener cierta competitividad.

En el periodo 1989-1991 el ahorro de las empresas disminuyó significativamente. Los factores explicativos de esta evolución deben buscarse en dos niveles: de la formación del ahorro y de la repartición del valor agregado entre salarios y beneficios.

En el nivel de la formación del ahorro dos factores fundamentales tuvieron una influencia negativa:

- 1) La desaparición de las posibilidades de fijar libremente los precios como consecuencia, por un lado, de la intensificación de la competencia debida a las importaciones y, por otro, de la política de ingresos, en virtud de la cual, el sector privado se comprometió a moderar los aumentos de precios.
- 2) El aumento de los costos de producción, como consecuencia de las medidas impuestas en el cuadro del Pacto de Solida-

² Los montos indicados se obtuvieron aplicando al monto del ahorro de las empresas privadas en pesos corrientes, señalado en el cuadro 1, el índice de precios base 1980 en México.

ridad Económica (PSE), puesto en marcha en diciembre de 1987, y que implicó un aumento de los principales precios: energía, fertilizantes, productos siderúrgicos, azúcar, tarifas ferroviarias y telefónicas, etcétera.

En el nivel de la repartición del valor agregado entre salarios y beneficios se constata que hubo un reparto favorable a las empresas durante la década de 1980. En efecto, el porcentaje del Excedente Bruto de Explotación (EBE) en el PIB pasó de 47.7% en 1980 a 55.4% en 1990, mientras que la participación de los salarios disminuyó de 36.0 a 24.7% en el mismo periodo (OCDE, 1992). La disminución de la participación de los salarios en el PIB se intensificó entre los años 1986 y 1990, en los que representó, respectivamente, 28.5 y 24.7%. Es en este periodo cuando la disminución del ahorro de las empresas fue más importante. La repartición del valor agregado entre salarios y beneficios no puede, en consecuencia, ser considerada como causa de la degradación del ahorro de las empresas durante el periodo 1983-1991.

c) Tasa de interés y ahorro de las empresas en México

La evolución de las tasas de interés reales en México tuvo una influencia negativa en el ahorro de las empresas durante el periodo 1989-1991. En efecto, esta etapa se caracterizó por un aumento del endeudamiento de las empresas ligado al objetivo de modernización. En ese contexto la aparición de tasas de interés reales positivas, como resultado de la disminución de la tasa de inflación más rápida que la baja observada en las tasas de interés nominales, contribuyó de manera trascendente a la reducción del ahorro de las empresas. La evolución del Costo Porcentual Promedio (CPP) y de la tasa de inflación, en el periodo 1987-1992, se observa en el cuadro 2.

En un contexto económico en el que la posibilidad de repercutir el alza de los costos de producción sobre los precios de venta era muy reducida, el aumento de los costos financieros afectó inevitablemente el ahorro de las empresas.

LAS CAUSAS DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN MÉXICO

Cuadro 2						
Evolución anual del CPP y de la tasa de inflación (1987-1992)						
	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)
CPP	94.6	67.6	44.6	37.1	22.5	18.8
Inflación	131.8	114.2	20.0	26.6	22.7	15.5

Fuente: INEGI, *Anuario estadístico 1992*, pp. 378 y 386.

RESUMEN
<p><i>El bajo nivel de la tasa de autofinanciamiento de las empresas caracteriza los sistemas financieros de economía de endeudamiento. El análisis de esa tasa a nivel macroeconómico en México nos permite concluir que es representativo de ese tipo de sistema financiero. El endeudamiento bancario de las empresas mexicanas se explica, en consecuencia, como una necesidad funcional ante la debilidad de la tasa de autofinanciamiento.</i></p> <p>También constatamos una deterioración importante de esa tasa en el periodo 1988-1991, y el estudio de sus elementos constitutivos —inversión y ahorro— muestra que su evolución durante el periodo 1989-1991 contribuyó a esa deterioración. Podemos establecer las siguientes conclusiones: 1) el aumento de la inversión desde 1989 contribuyó a la reducción de la tasa de autofinanciamiento en el periodo 1989-1991; 2) la deterioración de la tasa se explica por la reducción del ahorro de las empresas a partir de 1989, que obedeció principalmente a la conjunción de dos fenómenos: la desaparición de la posibilidad de las empresas de fijar libremente los precios y el aumento de los costos de producción; 3) la repartición del valor agregado entre salarios y beneficios fue favorable a las empresas en el periodo 1983-1990 y no puede, en consecuencia, ser retenido como factor explicativo de la reducción del ahorro de las empresas observado desde 1989; 4) la aparición de tasas de interés reales positivas, a partir de 1989, contribuyó a la reducción del ahorro de las empresas.</p>

§2. EFECTO DE APALANCAMIENTO,
RIESGO Y ENDEUDAMIENTO ÓPTIMO DE LAS EMPRESAS

La tesis del efecto de apalancamiento tiende a mostrar que tanto en lo microeconómico como en lo macroeconómico las empresas encuentran conveniente endeudarse. Este principio de administración microeconómico subraya la posibilidad de las empresas de aumentar su rentabilidad financiera mediante el endeudamiento y se encuentra ligado al desarrollo de una economía de endeudamiento.

Sin embargo, el endeudamiento aumenta el riesgo de la empresa. El análisis de la relación entre endeudamiento y riesgo fundamenta la interpretación tradicional de la estructura financiera.

En este párrafo estudiaremos, sucesivamente, el principio de administración llamado *efecto de apalancamiento*, así como su evolución en el caso de una muestra de grandes empresas mexicanas cotizadas en la bolsa (A), la noción del riesgo de sobreendeudamiento, mediante los análisis de Kalecki, Fisher y Minsky (B) y el establecimiento de una estructura financiera óptima en el marco de la interpretación tradicional de la estructura financiera de las empresas (C).

A. El efecto de apalancamiento
en las grandes empresas en México

Después de definir en un primer punto el efecto de apalancamiento (a), evaluaremos su evolución en el caso de una muestra de grandes empresas (GE) mexicanas (b).

a) *Definición del efecto de apalancamiento*

Se conoce como efecto de apalancamiento al análisis según el cual la rentabilidad de los capitales propios de la empresa se acrecienta mediante endeudamiento. Este efecto es resultado de la constancia de la remuneración de la deuda. A partir del momento en que la rentabilidad de los activos de la empresa es superior al costo de

la deuda, este excedente de rentabilidad beneficia a los accionistas. En cambio, cuando la rentabilidad de los activos es insuficiente para cubrir el costo de los intereses, los accionistas se ven obligados a aceptar una disminución de la rentabilidad de su inversión a fin de enfrentar el pago de intereses.

La incidencia de la estructura financiera del pasivo de los balances sobre la rentabilidad de los capitales invertidos se basa, entonces, en la distinción entre las dos categorías de capitales comprometidos en la empresa: propios y obtenidos en préstamo.

El efecto de apalancamiento del endeudamiento se obtiene mediante la fórmula siguiente (Renversez, 1991):

$$\frac{\text{EBE-GF}}{\text{Capitales propios}} = \frac{\text{EBE}}{\text{Total del balance}} + \left(\frac{\text{EBE}}{\text{Total del balance}} - \frac{\text{GF}}{\text{Total deuda}} \right) \cdot \frac{\text{Total deuda}}{\text{Capitales Pr.}}$$

en la que:

EBE = excedente bruto de explotación (ingreso total - costo de ventas).

GF = gastos financieros.

Total del balance = capitales propios (capital social) más deuda total.

$\text{EBE} - \text{GF} / \text{capitales propios}$ = tasa de rentabilidad financiera.

$\text{EBE} / \text{total del balance}$ = tasa de rentabilidad económica o tasa de beneficio.

$\text{GF} / \text{deuda total}$ = rentabilidad del prestamista. Corresponde a la tasa de interés y representa el costo del acceso de la empresa al capital externo.

El efecto de apalancamiento toma en cuenta la repartición del rendimiento del conjunto de los capitales entre el rendimiento de los capitales propios y el rendimiento de los capitales obtenidos en préstamo. Esta distinción entre prestamistas y accionistas permite interesarse no sólo en la tasa de beneficio o rentabilidad económica ($\text{EBE} / \text{total del balance}$), es decir, en el rendimiento del capital, sino en cada uno de sus componentes:

- El rendimiento de los accionistas, llamado rentabilidad financiera: $\frac{EBE - GF}{\text{Capitales propios}}$.
- El rendimiento de los prestamistas, representado por la tasa de interés.

Más precisamente, puede decirse que la rentabilidad económica de la empresa está definida como la rentabilidad del conjunto de los capitales invertidos en el ciclo de explotación, mientras que el concepto de rentabilidad financiera corresponde a una definición más estrecha del ingreso y del capital de la empresa. En esta última definición se hace referencia, en efecto, al ingreso y al capital de los propietarios, es decir, de los accionistas.

A partir de esta definición se ve, claramente, que si la tasa de interés pagada sobre los capitales obtenidos en préstamo es inferior a la tasa de beneficio del conjunto de los capitales invertidos, la tasa de rentabilidad de los capitales propios es superior a la tasa de beneficio promedio.

El efecto de apalancamiento es igual a la "palanca" representada por la tasa de endeudamiento (total de deuda/capitales propios) que multiplica la rentabilidad diferencial, expresada como la diferencia entre la rentabilidad del conjunto de los capitales invertidos y el costo (interés) de los capitales obtenidos en préstamo. Es decir:

$$\frac{\text{Total deuda}}{\text{Capitales propios}} \cdot \frac{EBE}{\text{Total del balance}} - \frac{GF}{\text{Total deuda}}$$

La confrontación de la tasa de interés y de la rentabilidad de los capitales invertidos produce tres diferentes tipos de situaciones a nivel de la rentabilidad financiera, puestas en evidencia por la presentación simplificada del efecto de apalancamiento siguiente (Ginglinger, 1991):

Sean:

Ka: la rentabilidad financiera de la firma (la remuneración de los accionistas).

R: la rentabilidad económica de la firma.

r: la tasa de interés pagada a los prestamistas.

D: el monto total de la deuda.

C: el monto de los capitales propios.

La relación que pone en evidencia el efecto de apalancamiento de la deuda es, entonces, la siguiente:

$$K_a = R + (R - r) \frac{D}{C}$$

Tres situaciones son posibles:

$R > r$: el efecto de apalancamiento es en este caso favorable. La rentabilidad financiera crece con el nivel de endeudamiento de la firma. Los accionistas encuentran ventajoso obtener préstamos para financiar su inversión, ya que no implica ningún aporte suplementario de su parte y les permite un rendimiento igual a la diferencia entre la rentabilidad financiera y el costo del endeudamiento.

$R = r$: el nivel de endeudamiento no influye en la rentabilidad financiera de la firma.

$R < r$: el efecto de apalancamiento es negativo y la rentabilidad financiera disminuye con la progresión del endeudamiento. El costo de los recursos obtenidos en préstamo es superior a su rentabilidad, lo que reduce el beneficio de los accionistas.

Se puede considerar que el caso "normal" es aquel en el que la rentabilidad económica es superior a la tasa de interés. El endeudamiento permite en este caso acrecentar la rentabilidad de los accionistas y le sirve de palanca. La importancia del efecto de apalancamiento aumenta, efectivamente, con la progresión de la diferencia entre la tasa de rentabilidad económica y la tasa de interés y con el crecimiento del endeudamiento.

El interés que presenta el endeudamiento para una empresa, sintetizado en el efecto de apalancamiento, explica el desarrollo sobre la base del endeudamiento, durante los años setenta y ochenta, de ciertas economías caracterizadas como economías de endeudamiento (el principal ejemplo es Francia).

b) Evolución del efecto de apalancamiento de las grandes empresas en México

El análisis del efecto de apalancamiento de las empresas mexicanas nos permitirá observar la influencia del endeudamiento, a través de los gastos financieros que provoca, sobre su rentabilidad.

Este tipo de análisis se ve, sin embargo, limitado por la insuficiente información estadística concerniente al comportamiento financiero de las empresas mexicanas. En efecto, como se dijo, el sistema de cuentas nacionales no presenta cuentas sectoriales que correspondan específicamente el comportamiento financiero y real de las empresas.

En consecuencia, utilizaremos en nuestro análisis una muestra de grandes empresas (GE) que cotizan en la Bolsa de Valores. Nuestro estudio abarcará el periodo 1983-1994.

Después de haber presentado la muestra de GE (b.1.), analizaremos el efecto de apalancamiento (b.2.).

b.1) Presentación de la muestra de grandes empresas

Las GE que componen la muestra pertenecen a los sectores industrial, comercial y de servicios, y está compuesta por tres grupos significativos y representativos de la población de las empresas que cotizan en bolsa. Esas muestras incluyen un número diferente de empresas y corresponden a los tres subperiodos siguientes:³

- 1983-1985, 73 empresas.
- 1986-1990, 49 empresas.
- 1991-1994, 102 empresas.

La ventaja principal de la utilización de estas muestras es la homogeneidad en la presentación de la información financiera, ya

³ Las fuentes de las diferentes muestras, según el periodo, son: 1983-1985, SPP, *Información financiera de empresas mexicanas*, 1987 (73 empresas); 1986-1990, Accival, *Compendio 1986-1990*, 1992 (49 empresas); 1991-1994, Banamex-Accival, *Análisis financiero y bursátil* (102 empresas). El detalle de las empresas que forman las muestras se presenta en el anexo 2.

que esto permite analizar los efectos del endeudamiento en la rentabilidad financiera de las GE durante un periodo relativamente largo.

b.2) Evolución del efecto de apalancamiento de las grandes empresas en México en el periodo 1983-1994

Para analizar el efecto de apalancamiento de las GE en México utilizaremos la definición siguiente (Delattre, 1986):⁴

Tasa de rentab. financ. =

$$\frac{\text{Excedente neto de explotación menos gastos financieros}}{\text{Capitales propios}} =$$

$$\frac{\text{Excedente neto de explotación}}{\text{Capital comprometido}} + \frac{(\text{Excedente neto de explotación} - \text{Gastos financieros})}{\text{Capital comprometido}} -$$

$$\frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda}} \cdot \frac{\text{Deuda}}{\text{Cap. propio}}$$

Es necesario, sin embargo, efectuar previamente ciertas observaciones en relación con la aplicación de esta fórmula a nuestra muestra.

- 1) Dada la información disponible, sustituiremos al excedente neto de explotación (definido como EBE menos las amortizaciones), el beneficio antes de impuestos y de gastos financieros.
- 2) Los gastos financieros, identificados aquí con una tasa de interés aparente, serán calculados mediante la relación entre los costos financieros, tomados directamente del estado de resultados, y el total del endeudamiento, tomado directamente del balance.
- 3) Los capitales comprometidos incluirán el total de capitales, es decir, fondos propios y capitales obtenidos en préstamo.

⁴ Cf. M. Delattre, *Forces et faiblesses des secteurs industriels*, Série Entreprises núm. 100, 1986, p. 107.

La evolución del efecto de apalancamiento de nuestra muestra de GE, en el periodo 1983-1994, se observa en el cuadro 3 y en la gráfica 2.

Se constata que el efecto de apalancamiento en el caso de las GE de nuestra muestra fue positivo durante el periodo estudiado, excepto en 1994. También se distinguen dos subperiodos: 1983-1988 y 1989-1994. El promedio del efecto de apalancamiento (sin considerar los años 1988 y 1994, en los que fue, en el primer caso, excepcionalmente elevado y, en el segundo caso, negativo) es claramente superior en el segundo subperiodo en el que alcanza 5.09 puntos porcentuales, contra 1.27 del primer subperiodo. El elevado nivel del efecto de apalancamiento en el segundo subperiodo es consecuencia de la progresión del endeudamiento pero, sobre todo, de gastos financieros negativos en el periodo 1989-1992, que contribuyeron a la obtención de una rentabilidad diferencial muy elevada.

En efecto, durante el periodo 1989-1992 los intereses netos, es decir la diferencia de intereses pagados y recibidos, fue favorable para las GE de la muestra. Esto se explica por la importante progresión de los ingresos financieros de estas empresas como consecuencia de cuatro factores: 1) la importancia de la cesión de activos en el marco de una intensa actividad de reestructuración; 2) la obtención de beneficios provenientes de la detención de títulos gubernamentales a corto plazo; 3) la reevaluación de sus balances; 4) el mecanismo de reembolso anticipado del endeudamiento contratado en dólares a una tasa de cambio muy ventajosa (Ficorca).

A partir de 1993 los gastos financieros son positivos, y en 1994 su nivel es ligeramente superior al de la rentabilidad económica, que se encuentra en disminución. El efecto de apalancamiento es, en consecuencia, negativo en 1994. En este año el endeudamiento habría reducido la rentabilidad financiera de las GE y, consecuentemente, su rentabilidad global. Hay que subrayar, sin embargo, que este resultado se obtiene a partir de un monto de gastos financieros que no toma en cuenta ni las deducciones fiscales de los intereses de la deuda ni la depreciación de esos gastos como consecuencia de la inflación.



Cuadro 3

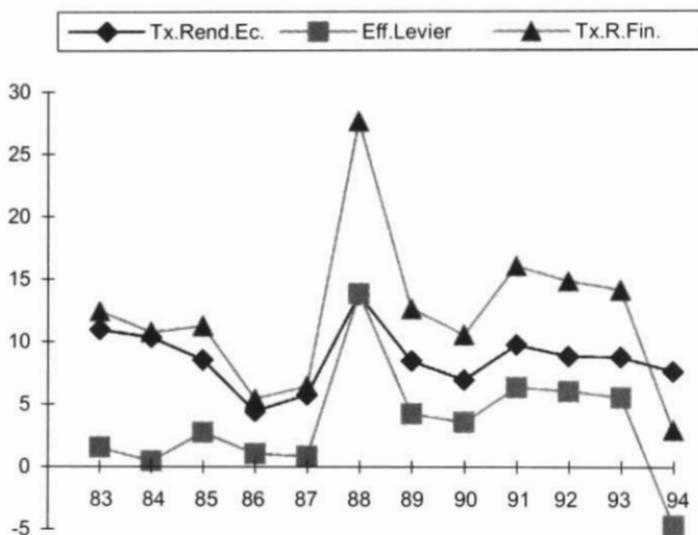
El efecto de apalancamiento de las grandes empresas en México (1983-1994)

	Tasa de rendimiento económico (1)	Tasa de interés aparente (2)	Tasa de rendimiento diferencial (3) = (1) - (2)	Apalancamiento: Deuda/FP (4)	Efecto de apalancamiento (5) = (3) x (4)	Tasa de rentabilidad financiera (6) = (1) + (5)
1983	10.93	9.68	1.25	121.11	1.51	12.44
1984	10.33	9.93	0.4	96.95	0.38	10.72
1985	8.48	5.83	2.65	101.84	2.69	11.18
1986	4.42	3.43	0.99	100.72	0.99	5.42
1987	5.67	4.72	0.95	81.50	0.77	6.44
1988	13.72	(12.54)	26.26	52.66	13.81	27.55
1989	8.43	(0.16)	8.59	48.54	4.16	12.60
1990	6.91	0.74	6.17	57.57	3.55	10.46
1991	9.69	(0.63)	10.32	60.84	6.28	15.96
1992	8.77	(0.16)	8.93	67.79	6.04	14.82
1993	8.67	0.95	7.72	70.75	5.46	14.13
1994	7.58	13.27	-5.69	82.72	-4.71	2.87

Cuadro elaborado a partir de SPP, *Información financiera de empresas mexicanas, 1980-1986, 1989*, para el periodo 1983-1985; Accival, *Compendio 1986-1990*, para 1986-1990; y Banamex-Accival, *Análisis financiero y bursátil, para 1991-1994*.

Gráfica 2

*Evolución del efecto de apalancamiento
de las grandes empresas en México (1983-1994)*



Fuente: Cuadro 3.

Los valores positivos del efecto de apalancamiento observados en el periodo 1983-1993 permiten considerarlo como factor explicativo del endeudamiento de las empresas mexicanas. El efecto de apalancamiento contribuyó así, en dicho periodo, a acercar el funcionamiento del sistema financiero mexicano de la lógica de funcionamiento de una economía de endeudamiento al alentar el endeudamiento de las empresas. No hay que olvidar, sin embargo, que éste se acompaña inevitablemente de la progresión del riesgo inherente a todo proyecto de inversión.

B. Efecto de apalancamiento, riesgo de sobreendeudamiento y crisis económica

El efecto de apalancamiento alienta el endeudamiento de las empresas, ya que permite aumentar la rentabilidad de los capitales propios. Sin embargo, el endeudamiento tiene un límite, más allá del cual se pone en peligro la continuidad de la empresa. El riesgo ligado al endeudamiento proviene del hecho de que conduce a enfrentar a los ingresos de la empresa, que son por naturaleza aleatorios, un monto determinado de gastos financieros.

El peso de las obligaciones financieras provocadas por el sobreendeudamiento⁵ en la actividad económica ha sido subrayado por varios autores. Así, Fisher estudió el papel que desempeña el sobreendeudamiento en la aparición de las crisis económicas; Kalecki puso en evidencia una relación positiva entre el endeudamiento y el riesgo de la empresa, y Minsky desarrolló la tesis de la paradoja de la tranquilidad. Presentamos estos análisis a continuación.

I. Fisher (1933) parte de una situación de sobreendeudamiento para analizar la aparición de las crisis económicas. Desde su punto de vista, una situación de sobreendeudamiento tiene su origen, en la mayor parte de los casos, en la aparición de nuevas y rentables oportunidades de inversión. La diferencia positiva y significativa entre rentabilidad de las inversiones y costo de los préstamos constituye así, en este análisis, la principal causa de sobreendeudamiento de las empresas.

La aparición de depresiones económicas la explica Fisher a partir de la perturbación de dos variables clave: el endeudamiento y la deflación de precios. Fisher expone su teoría como un encadenamiento de la perturbación de ciertas variables económicas provocada por una situación de sobreendeudamiento: la necesidad de

⁵ El concepto de sobreendeudamiento es difícil de definir, sin embargo, se considera que hace referencia, de manera general, al estado en el que la empresa ya no es capaz de honrar sus compromisos financieros con los beneficios producidos por su actividad y se encuentra obligada a obtener préstamos suplementarios a fin de rembolsar a sus acreedores. Cf. J. Denizet, conclusión al capítulo IV, en *Keynes aujourd'hui*, Económica, París 1985, p. 360.

rembolsar las deudas conduce a las empresas a liquidar sus activos, provocando así una contracción de los depósitos bancarios y la reducción de la velocidad de circulación de la moneda. Como consecuencia, se produce una baja de precios que lleva a la reducción de los beneficios de las empresas y a una disminución de la actividad, acompañada del aumento del número de empresas en quiebra y del desempleo. Todo esto provoca la baja de las tasas de interés nominales y, en consecuencia, el alza de las tasas reales.

Fisher pone en evidencia la paradoja que está en la base de las grandes depresiones: en una situación en la que el sobreendeudamiento es importante, los individuos provocan una deflación que aumenta el monto de sus deudas al rembolsar sus deudas masivamente.

M. Kalecki (1937) subrayó una relación directa entre el monto del endeudamiento de las empresas y el costo de éste. En efecto, en el marco del análisis de los límites a la inversión, Kalecki propuso el principio de riesgo creciente, según el cual el riesgo marginal de una inversión aumenta con su talla a causa de dos razones: el peligro que corre la riqueza de la empresa en caso de quiebra aumenta con la talla de la inversión y, por otro lado, la liquidez de la inversión se reduce con su talla. Esto provoca que los acreedores de la empresa adicionen una prima de riesgo a la tasa de interés. En consecuencia, más allá de cierto monto, las porciones sucesivas de crédito incluyen una tasa de interés creciente.

H. Minsky (1986) señaló los peligros ligados al sobreendeudamiento en términos de paradoja de la tranquilidad: en una economía en crecimiento, los inversionistas tienden a subestimar los riesgos y anticipan ingresos suficientes para rembolsar las deudas contratadas. La aceleración de los proyectos de inversión conduce al aumento de las tasas de interés, la cual, simultáneamente, acrecienta los cargos de interés de la deuda, reduce el valor presente de los flujos de ingresos esperados y disminuye la parte de los beneficios en el valor agregado de las empresas, desalentando así la inversión. El alza de las tasas de interés obliga a las empresas muy endeudadas a liquidar sus activos para rembolsar sus deudas, la crisis se instala y conduce a un proceso de desendeudamiento.

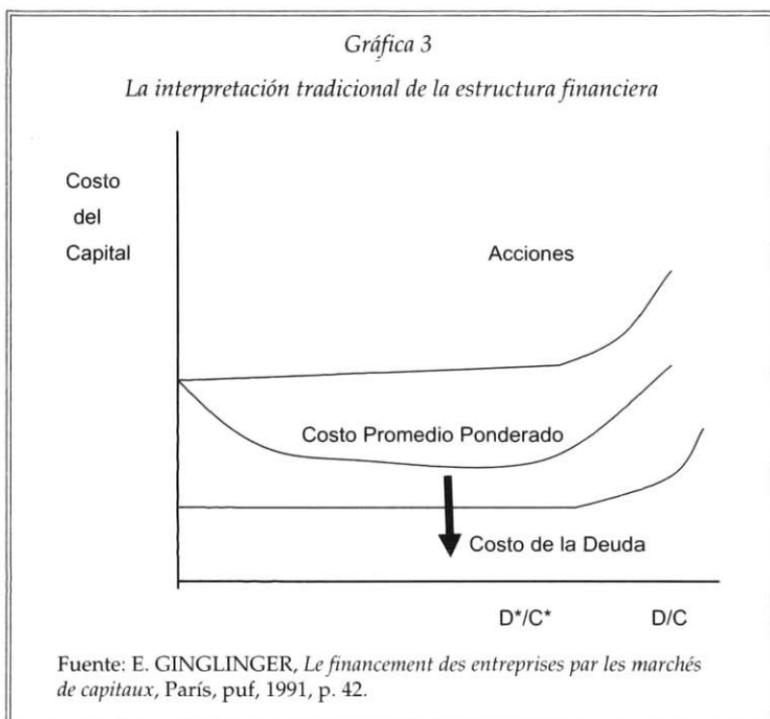
Las obligaciones financieras que enfrenta la empresa como consecuencia de la utilización de recursos de préstamo evidencian el riesgo de sobreendeudamiento, que constituye un elemento esencial en el estudio de la determinación de un nivel óptimo de endeudamiento.

C. Confrontación rentabilidad-riesgo y endeudamiento óptimo de las empresas

Los diferentes análisis presentados coinciden en una relación directa entre el riesgo de las empresas y su endeudamiento. Efectivamente, puesto que el costo del endeudamiento y su volumen están ligados directamente, una situación de sobreendeudamiento provoca un aumento considerable de las obligaciones financieras de las empresas. Más allá de cierto límite, la tasa de interés real pagada por el capital de préstamo es superior a la rentabilidad económica de las empresas y provoca que el efecto de apalancamiento ejerza una influencia negativa sobre su rentabilidad. La interpretación tradicional del comportamiento de financiamiento de las empresas confronta los beneficios del endeudamiento, ilustrados por un efecto de apalancamiento positivo, y la progresión del riesgo de quiebra, y permite determinar un punto en el cual el costo del capital tiene un nivel mínimo. Sin embargo, esta interpretación no es resultado de un análisis teórico, sino que sintetiza únicamente la observación de las prácticas de endeudamiento de las empresas.

Esta interpretación toma en cuenta dos relaciones directas: una entre la tasa de interés y el nivel del endeudamiento, y otra entre el aumento del costo del capital obtenido por emisión de acciones y el nivel del endeudamiento. Esas relaciones permiten determinar un nivel de endeudamiento óptimo, como se observa en la gráfica 3.

Esta gráfica permite constatar que “el problema de la participación del endeudamiento, y en consecuencia de los capitales propios en la estructura de financiamiento de las empresas, se reduce a la búsqueda de un equilibrio entre la esperanza de rentabilidad



y el riesgo (ambos función directa del endeudamiento)” (Levratto, 1991). Una estructura de financiamiento óptima es, entonces, aquella que minimiza el costo del capital de la empresa y que, al mismo tiempo, representa para los acreedores y los propietarios el menor riesgo posible.

RESUMEN

El análisis de la tasa de autofinanciamiento de las empresas a nivel macroeconómico en México muestra que es representativo de una economía de endeudamiento. *El endeudamiento bancario de las empresas mexicanas se explica como una necesidad funcional ante la debilidad de la tasa de autofinanciamiento.*

También constatamos una deterioración importante de esa tasa en el periodo 1988-1991 a lo cual contribuyó la evolución de los dos elementos constitutivos de la tasa de autofinanciamiento: inversión y ahorro.

Por otra parte, *los valores positivos presentados por el efecto de apalancamiento durante el periodo 1983-1993 conducen a considerarlo como factor explicativo del endeudamiento de las empresas mexicanas. Esto permite afirmar, de manera más general, que el endeudamiento puede entenderse como el resultado de un cálculo de rentabilidad. El efecto de apalancamiento contribuyó así, al alentar el endeudamiento de las empresas, a aproximar el funcionamiento del sistema financiero mexicano de la lógica de funcionamiento de una economía de endeudamiento.*

Ahora bien, la progresión de los costos financieros provoca que el efecto de apalancamiento sea negativo y afecte los resultados de las empresas. *La confrontación entre riesgo y rentabilidad, ambos ligados directamente al endeudamiento, permite en la interpretación tradicional de la estructura financiera de las empresas determinar una estructura de financiamiento óptima. Fuera de consideraciones ligadas al tipo de sistema financiero, otros elementos en el ámbito global de la economía pueden ser señalados como factores explicativos del endeudamiento de las empresas, algunos de los cuales, ligados a la búsqueda de rentabilidad, serán estudiados en la siguiente sección.*

SECCIÓN II

LOS FACTORES DE ENDEUDAMIENTO

DE LAS EMPRESAS LIGADOS AL AMBIENTE ECONÓMICO

El análisis del efecto de apalancamiento muestra que el endeudamiento de las empresas puede comprenderse como resultado de un cálculo de maximización de beneficios. Desde este punto de vista, se pueden señalar varios factores ligados al ambiente económico y que favorecen la rentabilidad de las empresas. Nosotros estudiaremos en esta sección tres de esos factores: 1) la inflación, que provoca la reducción en términos reales del monto de la deuda y de los costos financieros. La importancia de este factor en el

endeudamiento de las empresas en México es puesta en evidencia por el nivel de la tasa de inflación, que alcanzó en promedio, en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, 92.0 y 17.0% (FMI, 1995); 2) la fiscalidad de los intereses, que permite a la empresa disminuir el costo de su endeudamiento; 3) la rentabilidad de los capitales invertidos, que puede ser evaluada mediante el radio q de Tobin, que alienta la inversión de las empresas y, en consecuencia, su endeudamiento. Este último factor de endeudamiento se verá únicamente a nivel teórico, ya que el análisis de la evolución del radio q de Tobin requiere información financiera de la que no disponemos.

El análisis del efecto de apalancamiento muestra que el endeudamiento de las empresas puede entenderse como resultado de un cálculo de maximización de beneficios. Desde esta perspectiva, se pueden señalar varios factores ligados al ambiente económico y que favorecen la rentabilidad de las empresas.

Presentaremos primero las razones por las cuales la tasa de inflación alienta el endeudamiento de las empresas (§1); enseguida, las ventajas fiscales del endeudamiento (§2) y, finalmente, el radio q de Tobin, en tanto factor explicativo del endeudamiento de las empresas (§3).

§1. INFLACIÓN Y ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN MÉXICO

En un primer punto veremos que la inflación alienta el endeudamiento de las empresas al reducir el monto y los intereses de la deuda (A). En un segundo punto, examinaremos la influencia de la inflación en el endeudamiento de las empresas en México (B).

A. Inflación y costo del endeudamiento

La inflación alienta el endeudamiento de las empresas de dos maneras:

- 1) Al provocar la reducción del monto de la deuda por medio de la depreciación de la moneda.

En efecto, el reembolso de los préstamos obtenidos se efectúa siempre sobre la base de su valor nominal sin indexación de carácter monetario. El monto de la deuda se ve, en consecuencia, reducido en un monto igual a la depreciación, en términos de poder de compra, de la moneda. El monto de la depreciación de la deuda constituye así una ganancia para la empresa, obtenida en el momento en que se efectúa el reembolso. Esa ganancia es igual a la diferencia entre el endeudamiento neto al final del ejercicio a precios actualizados y el endeudamiento neto al final del ejercicio expresado en precios corrientes. En otras palabras, la ganancia de la empresa debida a la depreciación de la moneda es igual al producto de la tasa de inflación por el endeudamiento neto promedio (promedio del endeudamiento neto al principio y al final del ejercicio).

- 2) Al reducir los costos financieros, mediante la baja de las tasas de interés reales.

El monto de los intereses de la deuda depende del nivel de la tasa de interés. Si ésta es inferior a la tasa de inflación, entonces la tasa de interés real, es decir, la tasa de interés nominal menos la tasa de inflación, es negativa. El prestatario obtiene en este caso una ganancia monetaria, puesto que el pago de intereses es inferior a la depreciación de la moneda. La carga financiera real está, entonces, estrechamente ligada a la importancia de la diferencia entre la tasa de inflación y la tasa de interés nominal, y depende también de la estructura del endeudamiento, ya que un endeudamiento a largo plazo la reduce de manera significativa.

Desde el punto de vista del costo real del financiamiento, la inflación alienta el endeudamiento de las empresas, ya que éstas enfrentan un monto de intereses y de préstamos a reembolsar que disminuye en valor real a medida que los precios aumentan.

B. Influencia de la inflación en el endeudamiento de las empresas en México durante el periodo 1980-1994

La influencia de la inflación en el nivel de endeudamiento de las empresas se aprecia por su incidencia sobre el costo del crédito bancario, que debe ser evaluado a partir de la tasa de interés real. En efecto, las tasas de interés nominal incorporan el alza de los precios y están, en consecuencia, ligadas directamente a la evolución de la tasa de inflación. Puesto que la tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real más un elemento representativo de la inflación anticipada, la tasa de interés real constituye el indicador adecuado del costo del endeudamiento de las empresas *en periodo de inflación, ya que mide, en efecto, el costo real del endeudamiento de las empresas.*

Para analizar la evolución del costo real del crédito bancario en México nos referiremos, primero, en tanto indicador de la tasa de interés nominal, al costo porcentual promedio (CPP), que constituye una tasa de interés representativa del mercado de crédito bancario en México. En efecto, las tasas de interés de los préstamos bancarios están indexadas sobre el CPP, que es un indicador del costo promedio del dinero. El CPP constituye así la base a partir de la cual se establece la tasa efectiva de los préstamos bancarios, siendo esta función una de las características específicas de cada prestatario.

La utilización del CPP en tanto indicador del costo nominal del crédito presenta dos ventajas: 1) determina la forma general de la evolución de la curva del costo del crédito, y 2) en lo que concierne al costo del crédito a la industria, éste puede situarse, como consecuencia de la política de desarrollo industrial, a un nivel muy cercano al CPP (Nafin, 1988).

En lo que respecta a la tasa de inflación, se distinguen en el periodo 1980-1994, dos subperiodos: 1980-1988 y 1989-1994, en los cuales el crecimiento promedio anual de los precios fue, respectivamente, de 74.1 y de 16.7 por ciento.⁷

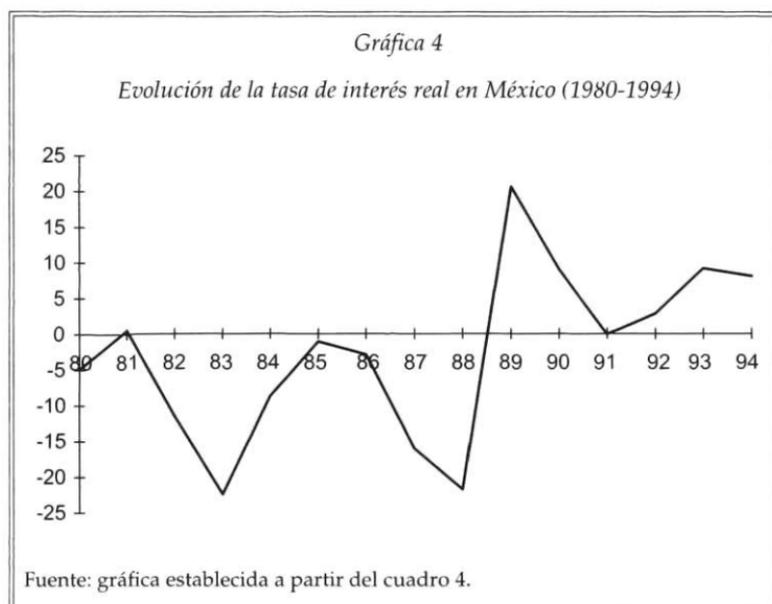
⁷ Estas tasas promedio de inflación fueron calculadas a partir de INEGI, *Anuario Estadístico de los EUM*, 1992, p. 383, para el periodo 1980-1988; FMI, *Statistiques Financières Internationales*, 1995, p. 273, para 1989-1994.

Cuadro 4

Tasa de interés real promedio en México (1980-1994)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
CPP	20.7	28.6	40.4	56.7	51.1	56.1	80.9	94.6	67.6	44.6	37.1	22.5	18.7	18.6	15.5
μ	27.0	28.0	58.9	101.9	66.7	57.7	86.2	131.8	114.2	20.0	26.6	22.7	15.5	8.7	6.9
R	-4.9	0.5	-11.6	-22.4	-8.7	-1.1	-2.9	-16.0	-21.7	20.5	8.9	-0.1	2.8	9.1	8.0

Fuente: cuadro elaborado a partir del *Anuario Estadístico de los EUM*, 1995, p. 378.CPP = Costo Porcentual Promedio de los recursos bancarios provenientes del público. Tasa promedio anual. μ = Tasa de inflación promedio anual. R = Tasa de interés real promedio anual.



Con esos indicadores obtenemos la tasa de interés real utilizando la fórmula siguiente:

$$\text{Tasa real promedio} = \frac{1 + \text{tasa nominal promedio}}{1 + \text{tasa de inflación promedio}} - 1$$

El cuadro 4 y la gráfica 4 muestran la evolución de la tasa de interés real en México en el periodo 1980-1994. En el cuadro 1 observamos que mientras que en el subperiodo 1980-1988 la tasa de interés real, excepto en el año 1981, es negativa, en el subperiodo 1989-1994, salvo en el año 1991, la tasa de interés real presenta valores positivos.

Ahora bien, la constatación de que en el periodo 1980-1988 la tasa de interés real fue negativa nos lleva a preguntarnos cómo lograron los bancos mantener un margen de beneficio en su actividad de crédito durante esta etapa. Señalaremos dos elementos explicativos: 1) en términos nominales, las tasas aplicadas a los préstamos en el periodo fueron muy superiores a las tasas de re-

muneración de los depósitos. Esto propició, por cierto, el desarrollo de un mercado informal de crédito. 2) El nivel elevado de la tasa de reservas obligatorias a la que estaban sometidos los bancos en este momento les procuraba una utilización poco arriesgada de sus recursos, que eran remunerados a una tasa que tomaba en cuenta un margen de beneficio "normal".

§2. FISCALIDAD Y ENDEUDAMIENTO
DE LAS EMPRESAS EN MÉXICO

La fiscalidad constituye un factor de orden práctico que influye de manera destacada en la decisión de endeudamiento de las empresas. En efecto, las disposiciones fiscales ligadas a la posibilidad de deducir los pagos de intereses del beneficio sometido al impuesto sobre la renta, pueden alentar la demanda de crédito de las empresas.

En este párrafo estudiaremos, en primer lugar, de qué manera un tratamiento fiscal diferente de los intereses de la deuda y de los dividendos, fomenta el financiamiento por medio de préstamos en perjuicio del financiamiento por emisión de acciones (A) y, en segundo lugar, presentaremos las medidas tomadas en México, durante el periodo de estudio, para acrecentar la neutralidad del sistema fiscal de esos dos modos de financiamiento (B).

A. El diferente tratamiento fiscal del endeudamiento
y de los capitales propios

El sistema fiscal favorece el financiamiento por préstamo, si se aplica un régimen fiscal diferente al endeudamiento y a los capitales propios. Éste es el caso cuando los intereses pagados pueden deducirse del monto del beneficio sometido al impuesto sobre la renta, mientras que los dividendos no pueden ser deducidos. Efectivamente, en este caso la remuneración de los acreedores es un costo de explotación deducible del beneficio antes de impuestos, mientras que la remuneración de los accionistas se efectúa a

partir del ingreso de la empresa una vez pagado el impuesto sobre la renta.

La importancia de este tratamiento fiscal diferente se pone en evidencia por medio del ejemplo siguiente: si el impuesto sobre la renta es igual a 50%, la posibilidad de deducir el pago de los intereses del monto del beneficio representa para la empresa un ahorro igual a la mitad de los intereses pagados o, lo que es lo mismo, la tasa de interés se divide entre dos.

La desigualdad del tratamiento fiscal de estos dos modos de financiamiento, endeudamiento y fondos propios, se refuerza en caso de una doble imposición de los beneficios distribuidos. Es decir, si se efectúa primero una imposición de los beneficios de la empresa a título del impuesto a las sociedades, y después, una vez efectuada la distribución de dividendos, una imposición de los beneficios de los accionistas a título del impuesto sobre el ingreso de las personas físicas.

B. La fiscalidad y el endeudamiento de las empresas en México

La aplicación de un tratamiento fiscal diferente de los intereses de la deuda y de los dividendos se constata en México, ya que sólo los primeros pueden deducirse de la base gravable. Las diferentes reformas fiscales han contribuido, sin embargo, a reducir esta diferencia de tratamiento fiscal.

La reforma fiscal de 1978 corrigió sólo parcialmente los efectos de la inflación sobre las cuentas de las empresas, ya que no modificó la distorsión entre el tratamiento fiscal de los intereses de la deuda y de los dividendos.

La progresión de la inflación y los retardos constatados en el pago del impuesto sobre la renta explican la realización de una nueva reforma fiscal en 1987, a fin de evitar la disminución de los ingresos fiscales como consecuencia de la erosión inflacionaria. En ese marco se decidió la indexación total del monto de la base gravable sobre la tasa de inflación y la aplicación uniforme del impuesto a las sociedades mercantiles a una tasa de 35.0%. La deduc-

ción de los intereses se vio así limitada a su componente real, lo que redujo la distorsión entre el tratamiento fiscal de los intereses y de los dividendos. A esto último contribuyó también la decisión de no gravar los dividendos a título del impuesto sobre la renta de las personas físicas, con el fin de evitar su doble imposición (OCDE, 1992).

§3. *FLUCTUACIÓN DEL MERCADO DE VALORES
Y ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS. EL RADIO Q DE TOBIN*

La cuestión a la que nos referiremos ahora es: ¿en qué medida la progresión del valor de las acciones influye en la inversión de las empresas y, en consecuencia, en su eventual demanda de crédito para financiar esa inversión? Un elemento de respuesta puede encontrarse en la contribución de J. Tobin al estudio de la determinación de la inversión de las empresas, la cual se funda en la comparación de los valores de los bienes de capital establecidos en la bolsa y en el mercado. El interés de esta contribución se ha visto limitado, sin embargo, por ciertas dificultades ligadas a su utilización a nivel macroeconómico.

Tobin afirma que la tasa de inversión, es decir, la velocidad a la cual los inversionistas desean acrecentar el capital, está ligada al radio q , el cual establece la relación entre el valor del capital y el costo de su reemplazo (Tobin, 1969). El primero está indicado por el valor de la empresa en la bolsa, representado por el costo de sus acciones; el segundo, por su costo de reemplazo en el mercado de bienes de capital.⁷

Esta relación es un indicador de la tasa de beneficio puro (tasa de rendimiento esperado del capital físico menos el costo de las contribuciones en capital), medida sobre la base de las anticipaciones de los mercados financieros (Chan-Lee, 1986).

En efecto, el costo de las acciones está constantemente influido por las anticipaciones sobre los beneficios futuros de las empresas.

⁷ El costo de reemplazo del capital sería igual, de manera rigurosa, al valor de mercado del capital instalado, si existiera un mercado de bienes de capital de segunda mano.

De esta manera, la interpretación de Tobin incorpora las anticipaciones de los mercados financieros a la decisión de invertir de las empresas. El radio q de Tobin se expresa:

$$q = \frac{\text{valor en la bolsa del capital existente}}{\text{costo de reemplazo del capital}}$$

Cuando el radio es superior a 1, la inversión de las empresas se ve alentada. El importante valor en bolsa traduce la anticipación de futuras ganancias significativas que valorizan el capital a un precio superior a su costo de reemplazo. La inversión en activos físicos es, en este caso, más rentable que la inversión en activos financieros.

En cambio, cuando el radio q es inferior a 1, el valor en bolsa del capital es inferior a su costo de reemplazo. La compra de sus acciones en la bolsa es menos costosa que la compra de sus activos en el mercado de bienes de capital. En este caso, la inversión en activos financieros es más rentable que la inversión en activos físicos.

En equilibrio, el valor en bolsa de los activos debe ser igual al costo corriente de los bienes de capital nuevos. El radio q es, entonces, igual a la unidad.

Sin embargo, tres dificultades aparecen en la aplicación del radio q al estudio de la decisión de inversión a nivel macroeconómico:

- 1) El radio q es una estimación en promedio. Se trata, en efecto, de la relación entre el valor en bolsa del rendimiento de los activos y el valor de reemplazo del capital. Ahora bien, el concepto utilizado en la teoría de la inversión es el radio q marginal, es decir, el rendimiento esperado de un aumento del capital. Ciertos proyectos pueden presentar, entonces, un q marginal superior al costo promedio de la economía.
- 2) La toma en cuenta de la fiscalidad reduce, mediante las subvenciones y las amortizaciones, el costo de reemplazo del capital y conduce a un valor de equilibrio de q inferior a la unidad.
- 3) La exclusión de los activos incorporales, como las patentes y licencias ligadas al capital, aumenta el valor del radio q a un valor de equilibrio superior a la unidad.

RESUMEN

El ambiente económico puede presentar características favorables al endeudamiento de las empresas. Éste es el caso de la inflación y la fiscalidad, que constituyen dos motivos, ligados al objetivo de maximización de beneficios, por los cuales las empresas se endeudan. En efecto, en una coyuntura de alta inflación, las empresas pueden beneficiarse al mismo tiempo de un tratamiento fiscal favorable de los intereses de la deuda.

El análisis de la influencia de la inflación en tanto factor de endeudamiento de las empresas en México mostró que las elevadas tasas de inflación provocaron la aparición de *tasas de interés reales negativas en el periodo 1982-1988, que alentaron el endeudamiento bancario de las empresas*. Al contrario, *entre 1989-1994, como consecuencia de la rápida disminución de la inflación, las tasas de interés reales fueron positivas*. Los intereses pagados por las empresas representaron, en consecuencia, una carga real sobre sus resultados de explotación.

También constatamos en el periodo estudiado *en México, un tratamiento fiscal diferente de los intereses de la deuda y de los dividendos distribuidos a los accionistas*. En efecto, sólo los intereses de la deuda pueden ser deducidos de la base gravable. Sin embargo, las diferentes reformas fiscales redujeron esta diferencia de tratamiento fiscal al limitar la deducción del pago de los intereses a su valor real (sólo la parte de los intereses pagados que es superior a la tasa de inflación es deducible).

La perspectiva de una progresión de la rentabilidad de las inversiones constituye también un factor de endeudamiento de las empresas. Cuando la relación establecida por el radio q de Tobin es positiva, las empresas encuentran ventajoso invertir y, en consecuencia, recurrir al endeudamiento para financiar esa inversión.

La búsqueda de rentabilidad es entonces un principio explicativo del endeudamiento de las empresas. En esta sección examinamos tres elementos que, al influir sobre las perspectivas de rentabilidad de las empresas, alientan su endeudamiento: la inflación, la fiscalidad y la rentabilidad de las inversiones. Estos factores están ligados al ambiente económico y pueden ser considerados como de orden macroeconómico. Ahora estudiaremos, en tanto factor explicativo del endeudamiento de las

empresas a nivel microeconómico, la búsqueda de una estructura de financiamiento óptima que minimice el costo del capital. La determinación de una tal estructura óptima ocupa un lugar central en las contribuciones recientes de las teorías de la agencia y de la información.

SECCIÓN III

COSTOS DE AGENCIA, ASIMETRÍA DE INFORMACIÓN Y ENDEUDAMIENTO ÓPTIMO DE LAS EMPRESAS

La determinación de un nivel de endeudamiento óptimo permitiría a las empresas minimizar el costo de su financiamiento y, en consecuencia, mejorar su rentabilidad, aumentando así su valor de mercado. La búsqueda de rentabilidad motivaría, entonces, a ciertas empresas a aumentar su endeudamiento, con el fin de alcanzar el nivel considerado como óptimo.

La teoría contemporánea de la estructura del capital ha desarrollado dos criterios fundamentales en el estudio del endeudamiento de las empresas: el deseo de reducir los conflictos de interés entre los grupos participantes dentro de la empresa, que está en la base de la teoría de la agencia, y el deseo de aportar información privada a los mercados de capitales o de reducir los efectos de la selección adversa, que está en la base de la teoría de la asimetría de información. Estas teorías aportan nuevas respuestas a la cuestión de una estructura óptima del capital.

Ahora bien, este tipo de análisis no ha sido aún desarrollado en México. Por eso, en esta sección nos referiremos a ciertas características financieras de las empresas industriales mexicanas, con objeto de mostrar la utilidad de este tipo de análisis en la comprensión del comportamiento de endeudamiento de las empresas en México.

En primer lugar presentaremos, en el marco de modelos en los que el determinante principal de la estructura financiera es la relación de agencia, los modelos de Jensen y Meckling y de R.M. Stulz (§1). En segundo lugar, en el marco de los modelos que privilegian la asimetría de información, examinaremos los modelos de S. A. Ross y de Myers y Majluf (§2).

§1. COSTOS DE AGENCIA
Y ENDEUDAMIENTO ÓPTIMO DE LAS EMPRESAS

Jensen y Meckling fueron los primeros en proponer un análisis sobre la aplicación de la teoría de la agencia al estudio del comportamiento financiero de las empresas. Estos autores identifican dos tipos de conflictos dentro de la empresa y muestran de qué manera el endeudamiento permite reducir esos conflictos (A). En particular, R. M. Stulz analiza cómo el conflicto entre los accionistas y los dirigentes, que se traduce por la toma de decisiones de inversión subóptimas, puede resolverse mediante el endeudamiento (B).

A. El endeudamiento como solución a los conflictos
producidos por la relación de agencia.
El análisis de Jensen y Meckling (1976)

El principio de base de la teoría de la agencia, disociación de funciones de propiedad y de dirección de la empresa, apareció en la literatura económica en 1776 con Adam Smith, quien concluyó a la ineficacia de las empresas en las cuales existe esta disociación. Jensen y Meckling definen una relación de agencia como un contrato a partir del cual una o varias personas (el dirigente) contrata a otra persona (el agente) para que realice un servicio en su nombre, implicando así la cesión al agente de cierto poder de decisión.

Jensen y Meckling adoptan dos hipótesis fundamentales sobre el comportamiento económico de los agentes: éstos buscan la maximización de su utilidad y tienen anticipaciones racionales. Estas hipótesis les permiten poner en evidencia los conflictos que originan los costos de agencia y que son provocados por la separación de las funciones de dirección y de propiedad de la empresa (a). Los autores muestran también cómo el endeudamiento permite, por un lado, resolver esos conflictos y, por otro lado, determinar una estructura de financiamiento óptima (b).

a) Los conflictos de interés dentro de la empresa

Las relaciones entre accionistas y dirigentes, y entre accionistas y acreedores de una empresa, corresponden a la definición de una relación de agencia y están, en consecuencia, íntimamente ligados al problema general de la agencia, es decir, la dificultad de motivar a un agente para comportarse de manera que maximice la riqueza del propietario. Jensen y Meckling identificaron dos tipos de conflictos de interés dentro de la empresa: los conflictos entre accionistas y dirigentes (a.1.) y entre accionistas y acreedores (a.2.).

a.1) Los conflictos entre accionistas y dirigentes

Este tipo de conflicto es puesto en evidencia por Jensen y Meckling a partir del principio del dirigente-propietario cuya riqueza se ve afectada directamente por la composición de la estructura del capital de la firma. Esto permite a esos autores comparar el comportamiento del dirigente en dos situaciones distintas: cuando es propietario de la totalidad de la empresa y cuando hay una dispersión de la propiedad como consecuencia de la emisión de acciones.

La dispersión de la propiedad de la empresa hace surgir ciertas divergencias de interés entre accionistas y dirigentes, las cuales provocan tres tipos de costos de agencia, definidos por Jensen y Meckling de la manera siguiente:

- 1) Los costos de control, efectuados por los accionistas con el objetivo de limitar las actividades que realiza el dirigente a fin de maximizar su propio interés.
- 2) Los costos de justificación, efectuados por el agente para convencer a los accionistas de que no adoptará un comportamiento perjudicial a su interés o para garantizarles una compensación en caso contrario.
- 3) Los costos residuales, que incluyen la reducción del valor de la empresa, provocada por la divergencia entre las decisiones que son óptimas desde el punto de vista del propietario y las decisiones que son tomadas por los dirigentes.

Los conflictos de interés entre accionistas y dirigentes proceden principalmente de dos situaciones:

- 1) De la tendencia del dirigente a consumir recursos de la empresa en forma de beneficios materiales. En efecto, cuando el dirigente es el único propietario de la empresa, soporta la totalidad de esos costos; en cambio, cuando hay dispersión de la propiedad de la empresa debida a la emisión de acciones, el costo de los gastos es compartido por los accionistas. El dirigente tiene entonces tendencia a aumentar los recursos que retira de la empresa en forma de remuneraciones en especie.
- 2) El conflicto entre dirigentes y accionistas se origina también porque la dispersión de la propiedad de la empresa disminuye la participación del dirigente en los beneficios. El dirigente se encuentra, así, desalentado para trabajar de manera intensa en actividades rentables para la empresa, como la búsqueda de nuevas oportunidades de inversión. Esto se traduce en una reducción significativa del valor de la empresa.

En mercados de capitales en los que los agentes tienen anticipaciones racionales, el aumento de los gastos del dirigente y la falta de optimización de las inversiones, provocada por la dispersión de la propiedad de la empresa, son correctamente evaluadas por los futuros accionistas. En consecuencia, éstos no están dispuestos a pagar por las acciones emitidas más allá de un precio que refleje los cambios en el comportamiento del dirigente. El valor de la firma se reducirá, entonces, de un monto igual a los costos de agencia residuales, es decir, igual a la diferencia respecto al valor que tiene la firma en el caso en que el dirigente es el único propietario de la empresa.

El comportamiento negligente del dirigente puede, sin embargo, ser limitado por los accionistas mediante gastos destinados a reducir las ventajas no pecuniarias (como la disponibilidad de un automóvil de función) que el dirigente retira de la firma y a acercar los intereses de los dirigentes y de los accionistas. Esos gastos representan los costos de control e incluyen, por ejemplo, el control

mediante auditorías, restricciones presupuestarias y el establecimiento de sistemas de compensación.

En fin, el dirigente tiene también interés en efectuar ciertos gastos destinados a garantizar a los accionistas que él no adoptará un comportamiento perjudicial a sus intereses. Son los costos de justificación.

La emisión de acciones provoca un conflicto entre dirigentes y accionistas que se traduce en costos de agencia, los cuales reducen el valor de la firma. Ahora bien, el crédito bancario es la principal fuente de financiamiento externo de las empresas industriales mexicanas y su endeudamiento aumenta con el tamaño de la empresa. *El conflicto entre dirigentes y accionistas pone en evidencia la pérdida de control de los accionistas originales de las empresas y constituye, en consecuencia, un factor explicativo de la reticencia de las empresas mexicanas para abrir su capital y de su preferencia por el endeudamiento.* Las empresas mexicanas buscarían, así, evitar la disminución de su valor consecutiva a la realización de costos de agencia provocada por la emisión de acciones.

a.2) Los conflictos entre dirigentes y acreedores de la empresa

El endeudamiento provoca otro tipo de conflictos de interés en el seno de la empresa, los cuales conciernen a la relación entre dirigentes y acreedores y origina costos de agencia. En efecto, la remuneración de las obligaciones es invariable, puesto que se encuentra especificada en el contrato de deuda. El dirigente-accionario puede, entonces, estar motivado para efectuar una transferencia de la riqueza de los obligacionistas hacia los accionistas mediante la realización de proyectos de inversión más rentables y más arriesgados, puesto que el *surplus* de beneficio obtenido en caso de éxito le pertenecerá.

Ahora bien, los acreedores tienen anticipaciones racionales y prevén el comportamiento del empresario. Ellos aceptarán entonces suscribir las obligaciones emitidas sólo si su precio integra la selección, por el empresario, de los proyectos de inversión más arriesgados. Este aumento del costo de la deuda reduce el valor

de la firma en un monto que corresponde a los costos de agencia residuales.

El endeudamiento provoca también costos de control, es decir, la realización de gastos de parte de los acreedores, destinados a limitar las iniciativas del dirigente que reducen el valor de la firma. Estos gastos encierran también el costo de la inclusión, en el contrato de deuda, de cláusulas destinadas a alcanzar ese objetivo, el costo de la realización de esas cláusulas y el costo de oportunidad que consiste en la reducción de la rentabilidad de la firma provocada por la limitación de la capacidad de decisión del dirigente inducida por esas cláusulas.

El dirigente también puede estar interesado en realizar gastos a fin de limitar los costos de control que reducen el valor de la firma y, en consecuencia, su propia riqueza. Él procederá, por ejemplo, a elaborar reportes financieros, para evitar que estos sean realizados por los acreedores a un costo superior. Estos costos representan los costos de justificación.

Finalmente, el endeudamiento provoca costos de quiebra y de reorganización que incluyen, principalmente, los costos ligados al proceso de adjudicación de los derechos sobre los bienes de la empresa. Los obligacionistas potenciales anticipan correctamente la probabilidad de realización de esos costos y están, en consecuencia, dispuestos a pagar un precio que evoluciona inversamente a esta probabilidad. Esto reduce el valor de la firma en un monto que corresponde a los costos de quiebra y de reorganización.

La utilización de deuda provoca, entonces, costos de agencia, de quiebra y reorganización. Ahora bien, puede pensarse que esos gastos son más elevados para las pequeñas y medianas empresas (PME). En efecto, se sabe que estas últimas representan un riesgo más elevado para los acreedores, lo que implica, por un lado, el establecimiento de procedimientos de control y de información costosos y, por otro, una menor posibilidad de recuperación de los créditos. En el caso de las PME, esto es consecuencia de que los costos de quiebra y de reorganización representan una proporción elevada del valor total de la empresa.

Como es sabido, en México prevalece un acceso restringido de las PME al crédito bancario y a un costo elevado para ese tipo de em-

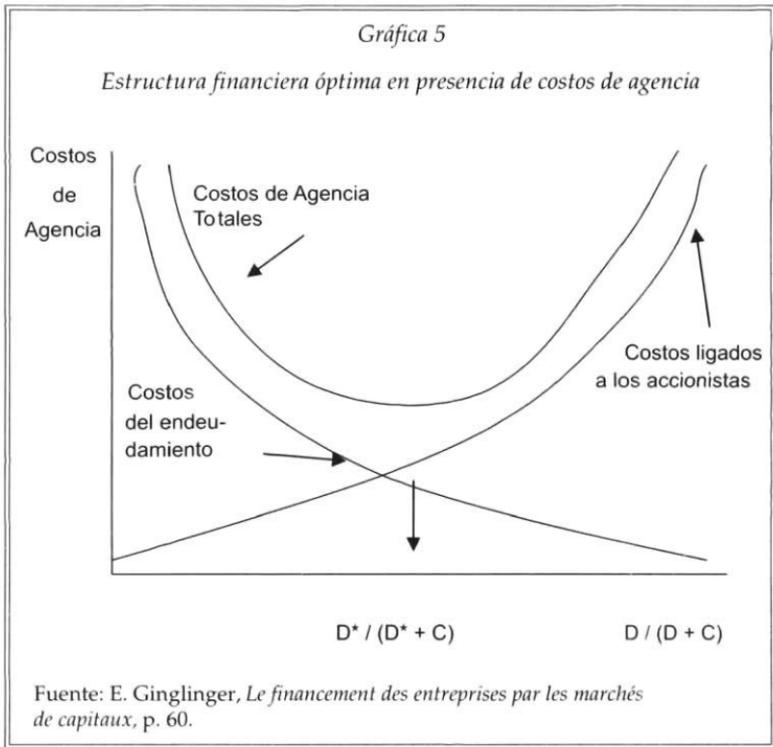
presas. *Los costos de agencia y de quiebra y reorganización ligados al endeudamiento permiten explicar la reticencia de los bancos a comprometerse en el financiamiento de las PME y la imposición de un costo del crédito elevado a ese tipo de empresas.*

b) Conflictos en la empresa y endeudamiento óptimo

Las empresas se endeudan hasta el punto en que el aumento de su valor, debido a las inversiones así financiadas, es igual a los costos de agencia marginales generados por un aumento suplementario del endeudamiento. El monto óptimo del endeudamiento es obtenido por Jensen y Meckling a partir de las hipótesis siguientes: 1) el valor de la empresa se mantiene constante, 2) el monto de los recursos externos se mantiene constante, 3) existen únicamente dos fuentes posibles de financiamiento externo: la emisión de acciones y el endeudamiento mediante la emisión de obligaciones.

Como observamos en el punto anterior, la utilización de esos dos tipos de financiamiento, emisión de acciones y endeudamiento, provoca conflictos dentro de la empresa que se traducen en costos de agencia. Así, la emisión de acciones fomenta gastos personales del dirigente y reduce su motivación para emprender nuevos proyectos de inversión. El valor de la empresa se ve así reducido a un monto igual a los costos de agencia ligados a la emisión de acciones. La utilización de deuda permite, en este caso, atenuar el conflicto que origina esos costos entre accionistas y dirigentes. En efecto, un aumento del endeudamiento implica una menor dispersión de la propiedad de la empresa y, en consecuencia, una mayor participación del dirigente-propietario en el pago de sus gastos personales, los cuales se verán entonces reducidos. El endeudamiento permite también aumentar la participación del dirigente en los beneficios y, consecuentemente, su motivación para trabajar para la empresa.

El endeudamiento de la empresa se ve limitado porque él provoca un conflicto entre dirigentes y acreedores de la empresa, que produce costos de agencia. En efecto, el endeudamiento motiva a los dirigentes a desplazar la riqueza de los obligacionistas hacia los



accionistas mediante la realización de inversiones de alto riesgo. La motivación de los dirigentes para adoptar tal comportamiento aumenta con el nivel del endeudamiento. Los acreedores anticipan ese comportamiento y aumentan el costo de la deuda, reduciendo así el valor de la empresa.

La utilización de deuda permite reducir los costos de agencia ligados a la emisión de acciones, pero provoca al mismo tiempo costos de agencia. El endeudamiento óptimo es, entonces, aquel que permite minimizar el total de los costos de agencia ligados a esas dos fuentes de financiamiento (véase la gráfica 5).

Los costos de agencia ligados a la emisión de acciones y al endeudamiento conducen a la determinación de un nivel óptimo de endeudamiento

to y permiten también explicar la utilización del crédito bancario de las empresas mexicanas como resultado de un cálculo de rentabilidad.

B. El endeudamiento como medio para reducir
las decisiones subóptimas de inversión.
El modelo de R. M. Stulz (1990)

En el modelo de Stulz la utilización del endeudamiento constituye un medio para reducir los costos de agencia originados por las decisiones de inversión subóptimas tomadas por los dirigentes. Stulz ubica su análisis en una situación de información asimétrica: los accionistas no conocen ni la importancia de la liquidez de la empresa ni las decisiones de inversión de los dirigentes. En ese marco, el autor analiza dos tipos de costos de agencia: el de sobreinversión y el de subinversión (Stulz llama a esos costos "agency costs of managerial discretion").

Una situación de sobreinversión aparece cuando los dirigentes encuentran provechoso invertir lo más posible, ya que ellos retiran remuneraciones en especie de la realización de las inversiones. En consecuencia, cuando la liquidez (*cash-flow*) de la que disponen los dirigentes es elevada, prefieren invertir en proyectos no rentables antes que distribuir dividendos. La subinversión aparece, al contrario, en situaciones de liquidez reducida. Éste es el caso en que los dirigentes no logran convencer a los accionistas de la insuficiencia de fondos disponibles para la realización de las inversiones rentables.

Como la sobreinversión y la subinversión reducen el valor de la firma, los accionistas buscan minimizar esos costos. Puesto que el monto de la liquidez de la empresa no es conocido por los accionistas, pueden utilizar la política de financiamiento para controlar el comportamiento de los dirigentes o, más precisamente, para fijar un objetivo al monto de los fondos puestos a disposición de los dirigentes a fin de realizar proyectos de inversión. La política de financiamiento privilegia entonces la emisión de deuda, lo que implica efectuar pagos financieros que reducen las disponibilidades de los dirigentes y, en consecuencia, las posibilidades de

sobreinversión. Al mismo tiempo, al reducir las disponibilidades, esta emisión de deuda afecta la capacidad de los dirigentes para aprovechar las oportunidades de inversión rentables, provocando así una situación de subinversión.

El endeudamiento reduce, entonces, uno de esos dos costos, pero no los dos al mismo tiempo. Esto conduce a costos y beneficios ligados al endeudamiento, cuya confrontación permite la determinación de un nivel de endeudamiento óptimo. Más precisamente, el beneficio marginal del endeudamiento consiste en la reducción de la pérdida de valor de la firma debida al costo de la sobreinversión, mientras que el costo marginal del endeudamiento consiste en el aumento de la pérdida de valor de la firma provocada por el costo de la subinversión.

Este análisis lleva a concluir que una mayor variabilidad en el monto de la liquidez hace más probable la utilización de deuda por la empresa y que las firmas que se endeudan tienen proyectos de inversión menos rentables que aquellas que emiten acciones.

El deseo de optimizar la inversión según la lógica propuesta por Stulz constituye una explicación al comportamiento financiero de las grandes empresas y de los grupos industriales mexicanos que privilegian el endeudamiento a la emisión de acciones.

§2. ASIMETRÍA DE INFORMACIÓN Y ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS

En la interpretación de la estructura financiera con base en la asimetría de información, se parte del supuesto de que los dirigentes de la empresa poseen información privilegiada concerniente al flujo de ingresos esperados o a las oportunidades de inversión que no es conocida por los inversionistas potenciales. Esto puede conducir a una subevaluación de la firma por los mercados o a un desistimiento de la firma de emprender proyectos rentables. La estructura de financiamiento se utiliza, entonces, como señal dirigida a los agentes externos a la empresa.

Esta vía de investigación comenzó con los trabajos de Ross y de Leland y Pyle (1977). Estos últimos propusieron que en una si-

tuación de información imperfecta sobre el valor de los proyectos de inversión, los inversionistas potenciales obtenían información suplementaria observando la disponibilidad de la firma para financiar los proyectos con fondos propios. La estructura financiera de las empresas aporta, entonces, información a los mercados (modelo de Ross) (A). La estructura financiera también puede servir como un medio para reducir la ineficacia de las decisiones de inversión provocada por la asimetría de información (modelo de Myers y Majluf) (B).

A. El endeudamiento como señal.
El modelo de S.A. Ross (1977)

S. A. Ross presentó un modelo en el cual, a partir de una estructura de motivación de los dirigentes y en una situación de información asimétrica, el endeudamiento aumenta el valor de la empresa.

Ross subraya que los mercados financieros evalúan la capacidad probable de una empresa para generar ingresos futuros. Se trata de una interpretación de la información disponible sobre las empresas expresada en términos de flujo de ingresos. Los cambios en la estructura financiera de las empresas modifican la percepción de los mercados sobre su valor.

Ross muestra que ligando esta observación a la estructura de motivación de los dirigentes, se obtiene una teoría de la estructura financiera de las empresas a partir de las siguientes hipótesis:

- Hay una asimetría de información: los dirigentes poseen información privilegiada sobre la firma.
- Los mercados financieros son perfectos.
- No hay costos de transacción, ni de agencia, ni impuestos.
- Hay dos periodos: 0 y 1.
- Los inversionistas son neutros respecto al riesgo.

El principal resultado del análisis de Ross es que el valor de la firma crece con su grado de endeudamiento. Este resultado es, sin embargo, paradójico respecto a las conclusiones clásicas de la teo-

ría financiera, según las cuales, en presencia de costos de quiebra, el valor de la firma se reduce con el aumento del radio endeudamiento/fondos propios.

La relación directa entre valor y endeudamiento hacia la cual tiende el análisis de Ross aportaría una explicación al comportamiento de las grandes empresas y de los grupos industriales mexicanos, los cuales privilegian el endeudamiento respecto a la emisión de acciones.

Sin embargo, a la contradicción que esta conclusión presenta respecto al análisis clásico, se suma otra observación que reduce su capacidad explicativa: en efecto, como lo señalan Bourdieu y Collin-Sedillot (1993):

La teoría de la señal sólo tiene un sentido real si se quiere explicar el modo de financiamiento de un proyecto específico. La idea según la cual puede explicarse un endeudamiento estructuralmente elevado, por el deseo de señalar de manera permanente y creíble a sus acreedores que se está en buena salud financiera y que se emprenden proyectos seguros, no tiene casi sentido.

B. Asimetría de información, subinversión y estructura financiera. El modelo de S. C. Myers y N. J. Majluf (1984)

El modelo de Myers y Majluf explica el endeudamiento de las empresas como un medio para evitar el problema de la subinversión provocado por la presencia de información asimétrica. Estos autores parten de las hipótesis siguientes:

- Los dirigentes de la empresa tienen información interna sobre el valor de la empresa que no es conocida por los agentes externos y, en particular, por los inversionistas potenciales.
- Los mercados financieros son perfectos.
- La proporción de deuda y de capitales propios no es significativa, si la información disponible para los inversionistas es mantenida constante.
- Los dirigentes actúan en interés de los accionistas.

- Los accionistas son pasivos, es decir, no ajustan sus portafolios de títulos en respuesta a las decisiones de emisión y de inversión de la firma.

El que los dirigentes posean información privilegiada acerca del valor de la firma y sobre la rentabilidad de cierto proyecto de inversión, mientras que los inversionistas potenciales no conocen más que las distribuciones de probabilidad de esos dos parámetros, explica que el valor de la firma sea subvaluado por el mercado. La decisión de emitir acciones también implica la difusión posterior de la información privilegiada detenida por los dirigentes, lo que puede provocar la progresión del valor de la firma.

Así, en el caso de que la empresa necesitara coleccionar fondos con objeto de realizar el proyecto de inversión programado, la falta de información puede conducir a una subevaluación severa de las acciones emitidas y, por ende, a una pérdida neta para los antiguos accionistas. Esto debido a que el costo de emisión de las acciones a precio reducido supera la rentabilidad esperada del proyecto. Los nuevos accionistas, en cambio, obtendrán una rentabilidad superior a la procurada por la realización de la inversión, puesto que esa rentabilidad incluirá el margen de subevaluación de las acciones.

En ese caso, la empresa renunciará a realizar los proyectos de inversión, aun si son rentables, y emitirá acciones e invertirá únicamente si el valor de las acciones de los antiguos accionistas es superior con la emisión que sin ella. Esta condición se ve realizada únicamente cuando la diferencia del valor de las acciones nuevas, antes y después de la difusión de la información poseída por los dirigentes (es decir, el rendimiento para los nuevos accionistas), es inferior al rendimiento del proyecto de inversión. En otras palabras, los dirigentes realizarán la inversión únicamente si su rendimiento es superior al valor de la subevaluación de las acciones.

Ahora bien, los inversionistas potenciales actúan racionalmente y prevén, entonces, ese comportamiento de los dirigentes. La decisión de emitir acciones les indicará, en consecuencia, que la rentabilidad que pueden esperar es menor. La información de la que disponen no les permite saber si el valor de las acciones adquiridas

aumentará ni en qué proporción. La decisión de emitir acciones les hace esperar una débil rentabilidad y reducen en consecuencia el precio que están dispuestos a pagar, lo que afecta a su vez la decisión de invertir de la firma. Al no realizarse ciertas inversiones, se reduce el valor de la firma y lleva a los dirigentes a tratar de evitar las dificultades de esta trampa financiera.

La emisión de deuda comportando poco riesgo (acompañada, por ejemplo, de garantías), implica para los inversionistas un riesgo menor (consecuencia de la incertidumbre respecto al valor de la firma una vez divulgada la información poseída por los dirigentes). Esto implica una subevaluación de los títulos menos importante y, en consecuencia, una menor exigencia de rentabilidad de parte de los dirigentes, lo que permitirá a la firma realizar un mayor número de proyectos de inversión. El valor ex-ante de la firma es, entonces, superior bajo una política de financiamiento por deuda, puesto que la pérdida en el valor de mercado, debida a la subinversión, es menor.

El análisis de la relación entre el valor de la firma y su modo de financiamiento condujo a Myers (1984) a proponer una teoría jerárquica del financiamiento: las firmas prefieren un financiamiento interno a uno externo, y la emisión de deuda a la emisión de acciones. La estructura del capital está orientada por el deseo de las empresas de financiar las nuevas inversiones, primero mediante fondos internos, después mediante la emisión de deuda y, finalmente, mediante la emisión de acciones.

El análisis de la estructura financiera de las empresas industriales mexicanas según su tamaño muestra que la restricción del acceso de las PME al crédito bancario puede ser interpretada como resultado de "límites informacionales", y la teoría jerárquica de Myers como una teoría de límites informacionales ligados a los diferentes modos de financiamiento. La jerarquía establecida por Myers indicaría, en efecto, el grado creciente de exigencia de información ligada a las diferentes fuentes de financiamiento (autofinanciamiento < endeudamiento < emisión de acciones).

El análisis de Myers y Majluf concluye que la emisión de deuda con poco riesgo permite a la empresa aumentar su valor. La capacidad de las empresas para emitir ese tipo de deuda depende, en

gran parte, de su capacidad de aportar garantías bajo la forma de hipotecas. Puesto que el capital físico es una de las contrapartidas de esas garantías, se puede evaluar su importancia a partir de la participación de las inmovilizaciones (activos fijos) corporales en el balance. Esta participación puede ser propuesta como factor explicativo de las diferencias en el endeudamiento de las empresas pertenecientes a diferentes tipos de industria (Bordieu, Collin-Sedillot, 1993).

RESUMEN

Una relación directa entre la utilización de crédito bancario por las empresas y la importancia de las inmovilizaciones corporales en el balance es puesta en evidencia de este modo. El análisis de Myers y Majluf aporta una explicación a las diferencias en la utilización de crédito bancario por las empresas industriales mexicanas según el tipo de industria al que pertenecen.

Una estructura óptima de financiamiento permitiría a las empresas aumentar su rentabilidad. Las teorías de la agencia y de la asimetría de información aportan nuevas respuestas a la cuestión de esa estructura. En efecto, la confrontación entre beneficios y costos del endeudamiento, en términos de costos de agencia o de aporte de información a los mercados, permite en el marco de la teoría financiera moderna establecer un nivel de endeudamiento óptimo. La búsqueda de una estructura óptima de financiamiento puede ser considerada como factor explicativo del endeudamiento de las empresas. El análisis contemporáneo de la estructura financiera de las empresas aporta elementos útiles para la comprensión del comportamiento de endeudamiento de las empresas mexicanas.

En efecto, los diferentes análisis presentados nos permitieron hacer las observaciones siguientes:

El conflicto entre accionistas y dirigentes provocado por la emisión de acciones, que fue puesto en evidencia por Jensen y Meckling, puede considerarse consecuencia de la pérdida de control de los propietarios originales de las empresas. El deseo de reducir los costos de agencia que provoca ese conflicto es un factor explicativo de la reticencia de las empresas mexicanas a abrir su capital mediante la emisión de acciones.

También se puede pensar que los costos de agencia y de quiebra ligados al endeudamiento, cuya existencia ha sido subrayada por esos autores, son más elevados en el caso de las PME. Entonces, esos costos explicarían la reticencia de los bancos a comprometerse en el financiamiento de las PME en México y la imposición de un costo del crédito más elevado para ese tipo de empresas.

La proposición de Stulz, según la cual el endeudamiento disminuye el cash-flow disponible y, en consecuencia, la posibilidad de los dirigentes para tomar decisiones de inversión subóptimas, así como la relación directa entre el valor de la empresa y el endeudamiento a la que llega el análisis de Ross, aparecen como factores explicativos del comportamiento financiero de las grandes empresas y de los grupos industriales mexicanos, los cuales privilegian el endeudamiento bancario.

En fin, el análisis de Myers y Majluf ofrece una explicación a la diferencia en el nivel de endeudamiento de las empresas industriales mexicanas pertenecientes a distintos tipos de industria.

CONCLUSIÓN DEL CAPÍTULO

Las diferentes causas del endeudamiento de las empresas forman un conjunto complejo de consideraciones prácticas, a partir del cual se toma la decisión de endeudarse. Algunas de esas causas se ubican a nivel macroeconómico, pues están ligadas al funcionamiento del sistema financiero y al ambiente macroeconómico. Otras causas actúan a nivel microeconómico y están ligadas a la búsqueda de soluciones a los conflictos y a las dificultades de transmisión de la información en el seno de la empresa.

El análisis de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en México a nivel macroeconómico mostró que es representativo de un sistema financiero de economía de endeudamiento. El endeudamiento de las empresas mexicanas puede ser explicado como una necesidad funcional ante la debilidad de su tasa de autofinanciamiento.

También constatamos una deterioración de esa tasa en el periodo 1988-1991 y observamos que su disminución obedeció a la evolución de los dos elementos que la componen: ahorro e inversión.

El análisis del efecto de apalancamiento del endeudamiento mostró que alentó el endeudamiento de las empresas mexicanas durante la mayor parte del periodo 1983-1994, contribuyendo así a acercar el funcionamiento del sistema financiero mexicano al de una economía de endeudamiento.

El estudio de los factores de endeudamiento de las empresas que están ligados al ambiente macroeconómico mostró que: *a)* la inflación tuvo una influencia contrastada sobre su endeudamiento. En efecto, esta influencia fue positiva durante el periodo 1983-1988 y negativa en el periodo 1989-1994; *b)* la asimetría entre la fiscalidad de los intereses de la deuda y de los dividendos ha alentado el endeudamiento de las empresas en México; *c)* cuando la relación establecida por el radio q de Tobin es positiva, las empresas se ven motivadas a endeudarse.

El endeudamiento de las empresas puede explicarse como una consecuencia del deseo de maximizar su rentabilidad, por lo que la búsqueda de una estructura óptima de *financiamiento* puede considerarse como factor explicativo del endeudamiento de las empresas a nivel microeconómico. Ahora bien, la toma en consideración de costos de agencia y de la asimetría de información permite a la teoría contemporánea de la estructura del capital establecer esa estructura óptima, aportando así elementos útiles a la comprensión del comportamiento de endeudamiento de las empresas mexicanas.

Capítulo 2

Análisis estadístico de la estructura de financiamiento de las empresas industriales en México

EMITIMOS COMO HIPÓTESIS CENTRAL de este libro que el financiamiento bancario de las empresas industriales en México está inscrito en el marco de un sistema financiero que funciona según una lógica cercana a la de una economía de endeudamiento, caracterizada por un doble nivel de endeudamiento: de las empresas ante los bancos y de los bancos ante el banco central.

En este capítulo estudiaremos el primero de esos niveles en el marco del análisis de la estructura financiera de las empresas industriales. Esto nos permitirá conocer las características estructurales del comportamiento financiero de esas empresas.

En particular, trataremos de establecer dos constataciones que aparecen como fundamentales desde la perspectiva de nuestra hipótesis central: la debilidad de la tasa de autofinanciamiento de las empresas industriales y la preponderancia del crédito bancario entre sus fuentes de financiamiento externo.

Puesto que nos referiremos únicamente a las empresas industriales, el análisis se situará en lo mesoeconómico, es decir, en el sector de actividad. Este tipo de análisis, privilegiado por la economía industrial, constituye un plano intermedio entre lo micro y macroeconómico y hace referencia a un nivel en el que se afirman lógicas y dinámicas específicas —comprendidas como lógicas de sistema— que actúan sobre las configuraciones y las estructuras industriales concretas.

Nuestro análisis abarcará el periodo 1983-1994, durante el cual se observaron cambios importantes en los principales indicadores de la economía, los cuales nos conducen a distinguir en el comportamiento financiero de las empresas industriales dos subperiodos: 1983-1988 y 1989-1994.

En efecto, el periodo 1983-1988 se caracterizó por el estancamiento de la inversión y por el establecimiento de un ambiente más competitivo y abierto al exterior. Las tasas de inflación y de interés fueron elevadas, así como el monto del déficit público. Este último se financió en esta etapa principalmente mediante préstamos bancarios. El periodo 1989-1994, por el contrario, se caracterizó por una progresión de la inversión, la baja de las tasas de interés nominales y de la tasa de inflación, la aparición de un excedente en las cuentas del sector público y la liberalización del sistema financiero.

Ahora bien, la estructura de financiamiento de las empresas obedece, en parte, a restricciones en el acceso a los recursos de financiamiento ligadas al tamaño de la empresa, así como a las características de su actividad, y éstas se traducen por la existencia de combinaciones productivas específicas. *Abordaremos entonces el análisis de la estructura de las empresas industriales apoyándonos en los criterios de tamaño y tipo de industria.*

Distinguiremos tres tamaños de empresas industriales: micro, pequeña y mediana empresa (MPME), grandes empresas (GE) y grupos industriales (GI). El análisis según el tipo de industria se realizará en el grupo de grandes empresas.

El comportamiento financiero de las MPME se estudiará a partir de datos presentados por Nafin; el de las GE y GI, a partir de muestras representativas de empresas que cotizan en la bolsa.

Esta manera de proceder se explica porque las estadísticas de las cuentas nacionales en México no incluyen cuentas de afectación sectorial y porque la dificultad del acceso a la información financiera de las empresas en México hace que prácticamente la única disponible sea la de las GE que cotizan en la bolsa. Esta información nos permitió elaborar dos muestras, una de GE y otra de GI que abarcan el periodo 1983-1994.¹

¹ La validez de la utilización de muestras de empresas para caracterizar el comportamiento del conjunto puede ser cuestionada, ya que hay gran diversidad de

El comportamiento financiero de las empresas se sintetiza en el tablero de flujos de financiamiento (conocido también como tablero de origen y destino de los recursos de financiamiento) y en el balance. Estudiaremos, entonces, estas dos fuentes de información, salvo en el caso de las MPME, cuyo análisis se limitará al tablero de flujos de financiamiento en razón de los datos disponibles. Para este tamaño de empresa, el periodo observado va de 1980 a 1990, mientras que para las GE y GI, de 1983 a 1994.

Veremos primero la estructura de financiamiento de las MPME industriales (Sección I), enseguida la de las GE industriales (Sección II) y, finalmente, la de las GI (Sección III). También haremos un análisis comparativo de esas estructuras (Sección IV).

SECCIÓN I

LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS INDUSTRIALES EN MÉXICO

El papel de las MPME en la economía mexicana es fundamental. Algunas cifras bastan para establecer esta constatación: en 1990, las micro, pequeñas y medianas empresas representaron 98% del total de empresas y 49% del total de empleos en la economía. También contribuyeron con 43% del PIB del sector manufacturero (10% del PIB total de ese año) (Sánchez, 1993).

comportamientos individuales de las empresas y es posible que una en particular, a causa de su dimensión, influya en la estructura del conjunto de la muestra. Sin embargo, dos observaciones apoyan la pertinencia de utilizar muestras para nuestro análisis: primero, nuestro objetivo es básicamente descriptivo, en el sentido de que buscamos subrayar las particularidades más evidentes del financiamiento de las empresas industriales. Segundo, el tipo de análisis —según tamaño y tipo de industria— hace de las muestras representativas de cada subpoblación una ventaja. Además, ante la escasez de información financiera en México, es evidente que disponer de muestras homogéneas que cubren un periodo relativamente largo aporta datos importantes para la comprensión del comportamiento financiero de las empresas industriales mexicanas.

Para analizar la evolución de su estructura financiera nos referiremos a un estudio de Nafin sobre el papel de las MPME en la economía mexicana (Nafin, 1992), realizado a partir de una muestra representativa de las micro, pequeñas y medianas empresas industriales mexicanas y que concierne a la evolución del flujo de recursos de financiamiento durante el periodo 1980-1990.

Presentaremos primero la muestra de MPME del estudio citado (§1), enseguida analizaremos la evolución del flujo de recursos de financiamiento de las inmovilizaciones (activos fijos) corporales y de los activos de explotación de las MPME durante el periodo 1980-1990 (§2) y, finalmente, haremos algunas observaciones respecto a su estructura de financiamiento (§3).

§1. PRESENTACIÓN DE LA MUESTRA DE MPME MEXICANAS

La información acumulada por la Secretaría de Comercio y de Desarrollo Industrial es la base que permitió identificar las ramas industriales en las que la participación de las MPME es más importante, y de éstas se retuvieron aquellas cuyo peso es más significativo respecto al total de la producción industrial, con el fin de obtener la mejor representatividad. Entre las ramas seleccionadas se definió una muestra de 300 empresas, compuesta en 84% por micro y pequeñas empresas y en 16% por las de tamaño medio. Los criterios para establecer la clasificación según su tamaño fueron el número de empleados y el monto de ventas anuales, este último expresado como múltiplo del salario mínimo anualizado (SMA). Así, una microempresa tiene un máximo de 15 empleados y un monto de ventas anuales inferior o igual a 110 veces el SMA; una pequeña empresa emplea hasta 100 personas y su monto de ventas es, como máximo, igual a 115 veces el SMA; y, finalmente, una empresa de tamaño medio emplea hasta 250 personas y su monto de ventas no es superior a 2010 veces el SMA (Nafin, 1992).

§2. EVOLUCIÓN DEL FLUJO DE FINANCIAMIENTO
DE LAS INMOVILIZACIONES CORPORALES Y DE LOS ACTIVOS DE
EXPLOTACIÓN DE LAS MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS
DURANTE EL PERIODO 1980-1990

En razón de la información disponible, el análisis del comportamiento de financiamiento de las MPME se limitará al tablero de flujos de financiamiento y la estructura se basará en la presentación del estudio realizado por Nafin, la cual distingue, en el activo, las inmovilizaciones corporales y los gastos de explotación, y en el pasivo, el autofinanciamiento, el crédito bancario y otros recursos, que incluyen los provenientes de instituciones financieras gubernamentales, de instituciones no bancarias y de cooperativas. Los datos disponibles conciernen a los años 1980, 1985 y 1990.

Las inmovilizaciones corporales incluirán esencialmente los gastos en equipo (máquinas y útiles de trabajo) y la construcción de instalaciones. Los gastos de explotación abarcarán los diversos activos de explotación: *stocks*, crédito a clientes y disponibilidades (efectivo). En el cuadro 5 se observa la estructura media del flujo de recursos de financiamiento de la muestra de MPME en 1980, 1985 y 1990.

En lo que concierne al financiamiento de las inmovilizaciones corporales, vemos que en esos tres años el autofinanciamiento representó la principal fuente. El conjunto de los "otros recursos" constituyó la segunda y, finalmente, el crédito bancario representó en importancia la tercera fuente de financiamiento de este tamaño de empresas.

Respecto al financiamiento de los activos de explotación, existe la misma jerarquía que en el caso de las inmovilizaciones corporales, pues el autofinanciamiento tuvo una mayor participación que la de los "otros recursos", y éstos a su vez fueron más importantes que el crédito bancario en los años estudiados.

Ahora bien, si distinguimos dos subperiodos, 1980-1985 y 1985-1990, observamos que para los dos tipos de activos (inmovilizaciones corporales y activos de explotación), entre 1980 y 1985, disminuye la participación del autofinanciamiento en el flujo de recursos de financiamiento y aumenta la de los "otros recursos", mientras

Cuadro 5			
<i>Estructura del flujo de recursos de financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas industriales mexicanas</i>			
	(1980)	(1985)	(1990)
<i>Inmovilizaciones</i>			
Autofinanciamiento	71.0	55.4	67.7
Crédito bancario	12.1	12.6	13.4
Otros Recursos*	16.9	32.0	18.9
<i>Activos de Explotación</i>			
Autofinanciamiento	73.8	57.4	69.1
Crédito bancario	10.5	10.6	13.0
Otros Recursos*	15.7	32.0	17.9

* Recursos provenientes de instituciones financieras gubernamentales, de instituciones no bancarias y de cooperativas.

Cuadro elaborado a partir de los datos presentados por Nafin en *Cambios en la estructura industrial y el papel de las micro, pequeñas y medianas empresas en México*, México, junio de 1992, pp. 128-142.

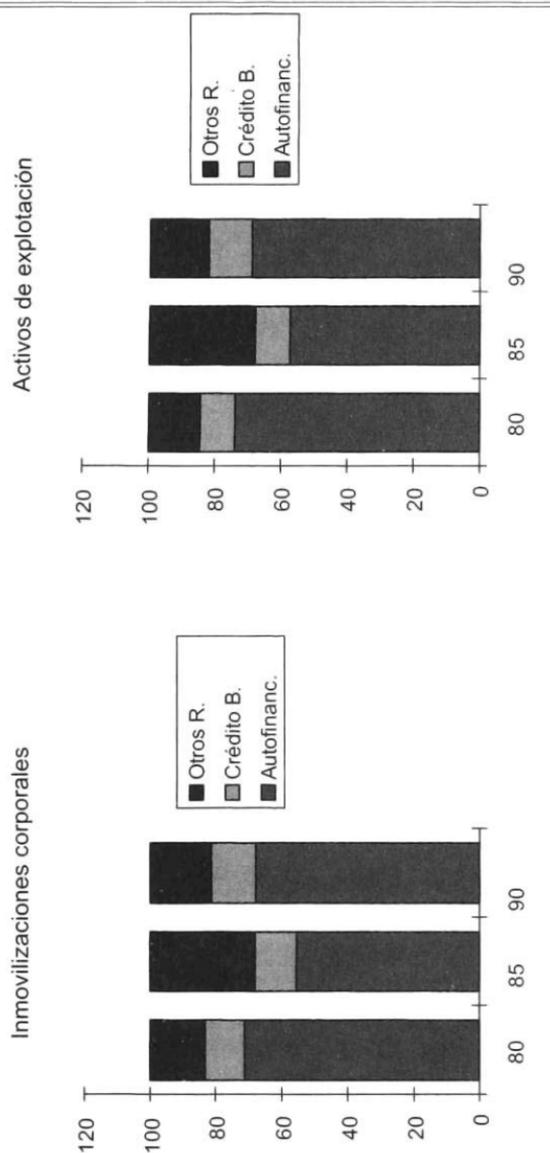
que el crédito bancario mantiene una participación estable. En cambio, entre 1985 y 1990 se observa una progresión del autofinanciamiento mientras los "otros recursos" disminuyen y el crédito bancario aumenta. Esas diferentes evoluciones se aprecian en la gráfica 6.

Los datos del cuadro 5 nos permiten establecer la evolución de la tasa de autofinanciamiento de las inmovilizaciones corporales y de los activos de explotación de las MPME de la muestra. La evolución de esas tasas se observa en la gráfica 7.

Es evidente que las tasas de autofinanciamiento de las inmovilizaciones corporales y de los activos de explotación disminuyen entre 1980 y 1985 y, al contrario, aumentan entre 1985 y 1990.

Gráfica 6

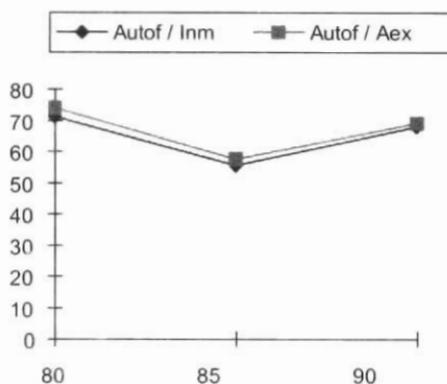
Estructura de financiamiento de las immobilizaciones corporales y de los activos de explotación de la muestra de micro, pequeñas y medianas empresas industriales mexicanas



Gráficas elaboradas a partir de los datos del cuadro 5.

Gráfica 7

Evolución de las tasas de autofinanciamiento de las inmovilizaciones corporales y de los activos de explotación de las MPME industriales en México



Gráfica generada a partir de los datos del cuadro 5.

§3. OBSERVACIONES SOBRE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS

El análisis del tablero de financiamiento de las MPME de la muestra nos permite hacer las observaciones siguientes:

- 1) La estructura del flujo de recursos revela que *el autofinanciamiento es la principal fuente de financiamiento de las inmovilizaciones corporales de las MPME*. Los "otros recursos", que tienen diferentes orígenes, representaron la segunda fuente de financiamiento. Finalmente, *el crédito bancario es la tercera*. Es necesario señalar, sin embargo, que estas cifras ocultan un racionamiento del crédito bancario a este tipo de empresas que, como es sabido, encuentran dificultades para acceder a él en México. Puede suponerse, en consecuencia, que el cré-

dito bancario representaría una parte más importante en el total de los recursos de financiamiento de las MPME, si tuvieran un acceso más fácil.

- 2) El financiamiento de las inmovilizaciones corporales muestra que entre 1980 y 1985 disminuyó la participación del autofinanciamiento en la estructura de financiamiento, aumentó la de los "otros recursos" y disminuyó la del crédito bancario. Al contrario, en 1990 *la progresión de la actividad de inversión se tradujo en una progresión de la participación del autofinanciamiento y del crédito bancario*, al mismo tiempo que hubo una disminución de los "otros recursos". La progresión del crédito bancario se vio, sin embargo, limitada por el difícil acceso de las empresas a esta fuente de financiamiento.

SECCIÓN II

LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS GRANDES EMPRESAS INDUSTRIALES EN MÉXICO

El análisis del comportamiento financiero de las grandes empresas industriales mexicanas incluirá el estudio del tablero de financiamiento y del balance. El tablero presenta el origen y el destino de los recursos, su estudio permite describir la evolución de la estructura del flujo de recursos de financiamiento y examinar la evolución de la tasa de autofinanciamiento. El análisis del balance nos permitirá observar la importancia de las diferentes fuentes de financiamiento externo de las grandes empresas y, más concretamente, evaluar la importancia de la participación del crédito bancario. A partir del balance también estableceremos radios significativos del endeudamiento de las grandes empresas, de manera que tengamos diferentes perspectivas de su comportamiento.

El análisis comparativo de las estructuras de los empleos y recursos del tablero de financiamiento y de las estructuras del activo y el pasivo del balance nos permitirán atender a la relación entre el grado de actividad de las empresas y la importancia de su utilización de crédito bancario. También utilizaremos el criterio del

tipo de industria para examinar la influencia de las combinaciones productivas, propias de cada tipo de actividad, sobre el comportamiento del financiamiento de las empresas industriales.

Presentaremos primero la muestra de grandes empresas (§1), enseguida analizaremos la evolución del tablero de financiamiento (§2) y, finalmente, estudiaremos la evolución de la estructura del balance de las GE (§3).

§1. PRESENTACIÓN DE LA MUESTRA DE GRANDES EMPRESAS

Analizaremos el comportamiento de financiamiento de las GE industriales mexicanas a partir de una muestra de las que cotizan en la bolsa, la que ofrece la ventaja de una presentación homogénea durante el periodo 1983-1994.

La muestra está compuesta por 72 empresas industriales, pertenecientes a 13 ramas diferentes y que clasificamos de acuerdo con la metodología establecida por A. Desrosières,² que distingue tres tipos de industrias: intermediarias, de equipamiento y de consumo.

Esta partición de la industria se obtuvo a partir de dos criterios fundamentales: el destino de los productos (*producto intermedio*: consumido por otras ramas, *producto de equipamiento*: destinado a acrecentar el capital productivo, *producto de consumo*: destinado a satisfacer la demanda final) y la intensidad capitalística, la cual evalúa la importancia del equipo respecto a la mano de obra y traduce la estructura técnica de la industria. El análisis de la estructura de financiamiento, que opone la evolución de recursos de mayor o menor duración a empleos cuya duración también es

² La lista de empresas que componen la muestra de GE clasificadas por su rama de actividad, se presenta en el anexo. Ahora bien, es útil distinguir entre rama y sector de actividad, ya que estos términos se refieren a unidades distintas. Una rama agrupa unidades de producción que dependen de la misma actividad y realizan el mismo tipo de producto. Un sector agrupa empresas que tienen una o más características comunes. Cuando la característica tomada en cuenta es la actividad principal de la empresa, el sector de actividad es una forma particular de agrupamiento.

Cuadro 6	
Clasificación de las ramas industriales representadas en la muestra de grandes empresas	
<i>Industrias Intermediarias</i>	
Materiales de construcción	
Minerales	
Química	
Siderurgia	
Metalurgia	
Caucho	
<i>Industrias de Equipamiento</i>	
Automóvil	
Eléctrica-electrónica	
Metal-mecánica	
<i>Industrias de Consumo</i>	
Alimentos	
Bienes de consumo	
Papel	
Textil	

variable, encuentra en esta partición de la industria un útil instrumento para su realización. La aplicación de esta metodología a la muestra nos permitió establecer la clasificación siguiente. Cuadro 6.

Para situar la dimensión de la muestra, presentamos a continuación algunas comparaciones significativas. En 1991 la muestra de grandes empresas representó las proporciones siguientes:

EBE de la muestra/EBO Industrial*	5.4 %
Monto de ventas de la muestra/Consumo privado nacional**	10.6 %

EBE: Excedente Bruto de Explotación. EBO: Excedente Bruto de Operación.

* Fuente: INEGI, *Anuario estadístico 1994*, México, p. 229.

** Fuente: FMI, *Statistiques financières internationales*, 1994, p. 273.

§2. EL FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN DE LAS GRANDES
EMPRESAS INDUSTRIALES DURANTE EL PERIODO 1983-1994.
ANÁLISIS DEL TABLERO DE FINANCIAMIENTO

En este párrafo analizaremos la evolución de la estructura del flujo de recursos de financiamiento de las GE. Trataremos, en particular, de poner en evidencia la importancia del crédito bancario en su financiamiento. También estudiaremos la tasa de autofinanciamiento de las GE y las características de esta tasa según el tipo de industria.

Analizaremos primero la evolución de los empleos y de los recursos del tablero de financiamiento (A) y, enseguida, la evolución de la tasa de autofinanciamiento de nuestra muestra (B).

A. Evolución de los empleos (aplicaciones)
y recursos (orígenes) del tablero de financiamiento de las GE

Para analizar el *flujo de empleos* del tablero de financiamiento retendremos la distinción entre *inversiones a largo plazo (que incluyen las inmovilizaciones, activos fijos: corporales e incorporeales)* y *activos circulantes*. Estos últimos incluyen *stocks* (inventarios), disponibilidades (efectivo) e inversiones financieras a corto plazo, y el crédito a clientes. La evolución de la estructura del tablero de financiamiento de la muestra se observa en el cuadro 7 y la gráfica 8.

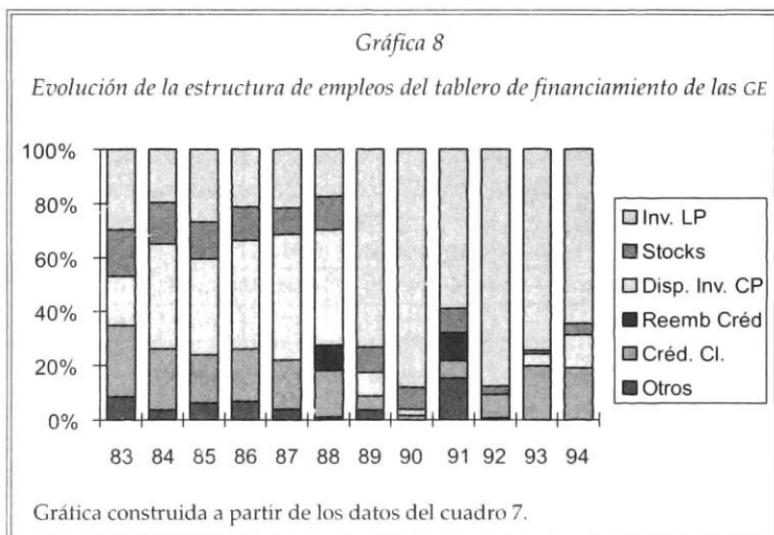
En el *periodo 1983-1988* se aprecia una disminución importante de la participación de las inversiones a largo plazo, las cuales abarcan las inmovilizaciones corporales (instalaciones y equipo) e incorporeales (licencias y patentes), pues disminuyen de 29.7% del total del flujo de recursos en 1983 a 17.6% en 1988. Esta disminución se explica por la evolución de la FBCF, cuyo crecimiento durante este periodo, a nivel macroeconómico, fue prácticamente nulo.

Como contrapartida, observamos la progresión de los activos circulantes, principalmente de los *stocks*, los créditos a clientes y, sobre todo, de las disponibilidades e inversiones a corto plazo. La progresión del último rubro constituye una característica mayor de la evolución de los empleos de las GE en el periodo, pues su

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

<i>Cuadro 7</i>						
<i>Evolución del tablero de financiamiento de las GE industriales (1983-1994)</i>						
	<i>(1983)</i>	<i>(1984)</i>	<i>(1985)</i>	<i>(1986)</i>	<i>(1987)</i>	<i>(1988)</i>
<i>Empleos (aplicaciones)</i>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Inversiones a largo plazo</i>	29.7	19.7	26.8	21.5	21.7	17.6
<i>Stocks</i>	17.3	15.4	13.8	12.3	9.6	12.3
<i>Disp. e inv. a C.P.</i>	18.0	38.7	35.4	39.9	46.7	42.7
<i>Reemb. de créditos</i>	0	0	0	0	0	9.4
<i>Crédito a clientes</i>	26.7	22.6	17.8	19.6	18.2	16.9
<i>Otros empleos</i>	8.3	3.6	6.2	6.7	3.8	1.1
<i>Recursos (Orígenes)</i>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Autofinanciamiento</i>	51.4	30.7	39.5	15.7	44.5	41.4
<i>Rec. externos</i>	48.6	69.3	60.5	84.3	55.5	58.9
<i>Aumentos de capital</i>	2.2	0.7	1.8	0.8	4.3	6.3
<i>Créditos bancarios</i>	14.8	19.1	12.3	16.9	7.0	0
<i>Deudas proveedores</i>	7.8	9.7	8.8	12.3	12.1	9.9
<i>Otros recursos</i>	23.8	39.8	37.6	54.3	32.1	42.4
	<i>(1989)</i>	<i>(1990)</i>	<i>(1991)</i>	<i>(1992)</i>	<i>(1993)</i>	<i>(1994)</i>
<i>Empleos</i>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Inversiones a largo plazo</i>	73.1	88.0	58.8	87.7	74.5	64.3
<i>Stocks</i>	9.3	8.0	9.0	2.8	1.1	4.2
<i>Disp. e inversiones a C.P.</i>	9.0	2.5	0	0	4.8	12.5
<i>Reemb. créditos</i>	0	0	10.5	0	0	0
<i>Crédito a clientes</i>	5.0	1.5	6.4	8.8	19.6	19.0
<i>Otros empleos</i>	3.6	0	15.3	0.7	0	0
<i>Recursos</i>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Autofinanciamiento</i>	41.6	34.2	70.5	49.0	59.2	9.7
<i>Rec. externos</i>	58.4	65.8	29.5	51.0	40.8	90.3
<i>Aumentos de capital</i>	1.2	10.5	14.7	21.4	16.2	6.8
<i>Créditos bancarios</i>	43.6	3.8	0	17.9	7.1	51.7
<i>Deudas proveedores</i>	6.3	12.1	0	0.9	0.4	5.2
<i>Otros recursos</i>	7.3	39.4	14.8	10.8	17.1	26.6

Cuadro elaborado a partir de datos presentados por la Bolsa Mexicana de Valores.



participación pasa de 18.0% en 1983 a 42.7% en 1988 y refleja el desarrollo, durante el periodo, de los mercados de capitales y la rápida aparición de innovaciones financieras, fenómenos que propiciaron la orientación de los recursos de financiamiento hacia los títulos de corto plazo en el mercado monetario y, principalmente, hacia los títulos emitidos por el gobierno federal, los cuales ofrecieron en ese periodo una elevada rentabilidad.

Estas observaciones permiten suponer que las condiciones macroeconómicas de estancamiento de la economía y de rápido desarrollo de los mercados financieros condujeron a las *GE industriales a privilegiar, en el periodo 1983-1988, los empleos financieros a corto plazo en perjuicio de la inversión productiva.*

En el periodo 1989-1994 se observa una evolución radicalmente distinta. En efecto, constatamos la progresión importante de las inversiones a largo plazo, las cuales representaron en promedio en este periodo 74.4% del flujo de empleos de las GE. Esta progresión de la inversión está ligada a elementos de orden macroeconómico, como la instauración de un ambiente más competitivo, lo que obligó a las empresas a efectuar inversiones de modernización; el nuevo acce-

so del sector privado a actividades antes reservadas al Estado; el mejoramiento de las perspectivas económicas favorecido por la firma del plan Brady de reestructuración de la deuda externa y, más generalmente, la recuperación de la economía mexicana.

El aumento de las inversiones a largo plazo traduce *movimientos importantes de reestructuración y de toma de participaciones*. En efecto, de manera esquemática se observaron en el periodo dos tipos de estrategias de inversión de las GE. Primero, a partir de 1987 se constató un movimiento de consolidación de las GE, realizado mediante el crecimiento externo, gracias a la compra de empresas públicas. Después, a partir de 1990, se vio un proceso de reestructuración de la base tecnológica. De manera más general, fue evidente un proceso de concentración financiera realizado mediante la compra de empresas en asociación con el capital extranjero.

En contrapartida, se observó en este periodo la disminución de los activos circulantes, debida principalmente a la *cuasi desaparición de las inversiones financieras a corto plazo* (que representaron en promedio 4.8%) y que se explica por la caída de la bolsa al final de 1987. Este tipo de inversiones progresa otra vez, pero débilmente, a partir de 1993.

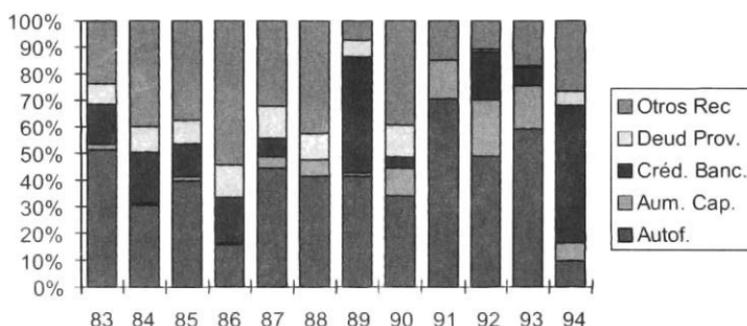
En lo que se refiere a la *evolución de los recursos* del tablero de financiamiento de las GE (gráfica 9), distinguiremos el autofinanciamiento, los aumentos de capital, los créditos bancarios, las deudas de proveedores y otros recursos (que incluyen las participaciones de los asociados y los préstamos de las sociedades ligadas).

Al respecto destacaremos que durante el *periodo 1983-1988*, la participación del autofinanciamiento disminuyó hasta 1986 para progresar después hasta 1988, año en que alcanzó un nivel importante igual a 41.4%. Su participación promedio en el periodo fue de 37.2%. Esta *progresión del autofinanciamiento* se explica, en parte, por el mecanismo de salvamento de las empresas sobreendeudadas propuesto por el gobierno después de la crisis de 1982, Ficorca, que les procuró beneficios significativos, pues aligeró de manera importante su endeudamiento externo y les proporcionó un procedimiento muy ventajoso de reembolso de los créditos contratados.

Los recursos de origen externo presentan una evolución opuesta: progresan hasta 1986 y disminuyen en 1987 y 1988. Tres caracte-

Gráfica 9

Evolución de la estructura de recursos del tablero de financiamiento de las Grandes Empresas



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 7.

terísticas importantes destacan en el periodo 1983-1988. Primero, la *disminución progresiva del crédito bancario*. Esta evolución se comprende fácilmente, ya que desde los años setenta las empresas mexicanas recurrieron intensamente al crédito bancario. Este proceso culminó con una situación de sobreendeudamiento para gran número de empresas en 1982. La *disminución del endeudamiento en el periodo 1983-1988 se explica, entonces, por la voluntad de desendeudamiento de las empresas, pero obedece también a la debilidad de la formación bruta de capital fijo (FBCF) y a la política monetaria restrictiva que limitó la disponibilidad de crédito*.

La segunda característica la constituye la progresión de los "otros recursos", y la tercera es que en este periodo la *participación de los aumentos de capital es muy pequeña*, pues se mantiene alrededor de 2.7% en promedio, mientras que la de las deudas contratadas con los proveedores varía alrededor de 10.0 por ciento.

En el *periodo 1989-1994*, se observa que *el autofinanciamiento aumenta hasta 1991*, alcanzando ese año una participación en los recursos de financiamiento de 70.5%, para *disminuir de manera impor-*

tante desde 1992 hasta 1994, cuando representó solamente 9.7 por ciento.

Los recursos externos presentan, lógicamente, una evolución inversa: disminuyen hasta 1991 y, enseguida, aumentan hasta 1994. En los recursos externos *el endeudamiento bancario* presentó una evolución contrastada, sin embargo, la principal observación respecto a este periodo es su *importante progresión desde 1992 y hasta 1994*, año en que alcanzó una participación igual a 51.7% del flujo de recursos de financiamiento.

Los "otros recursos" disminuyen su participación a lo largo del periodo. *La participación de las emisiones de acciones progresa hasta 1993*, cuando alcanza una participación de 16.2% en el flujo de recursos, para disminuir fuertemente en 1994 a sólo 6.8%. El crédito a proveedores mantiene una participación poco significativa que disminuye hasta 1992, para aumentar ligeramente en los dos últimos años del periodo.

B. Evolución de la tasa de autofinanciamiento de las grandes empresas

Examinaremos primero la evolución de la tasa de autofinanciamiento de las empresas del conjunto del sector industrial (a) y, enseguida, la de las empresas según el tipo de industria (b).

a) La tasa de autofinanciamiento del conjunto de la industria

El tablero de financiamiento nos permite establecer la tasa de autofinanciamiento de las empresas. Aquí utilizaremos tres diferentes definiciones de esa tasa (cuadro 8 y gráfica 10):

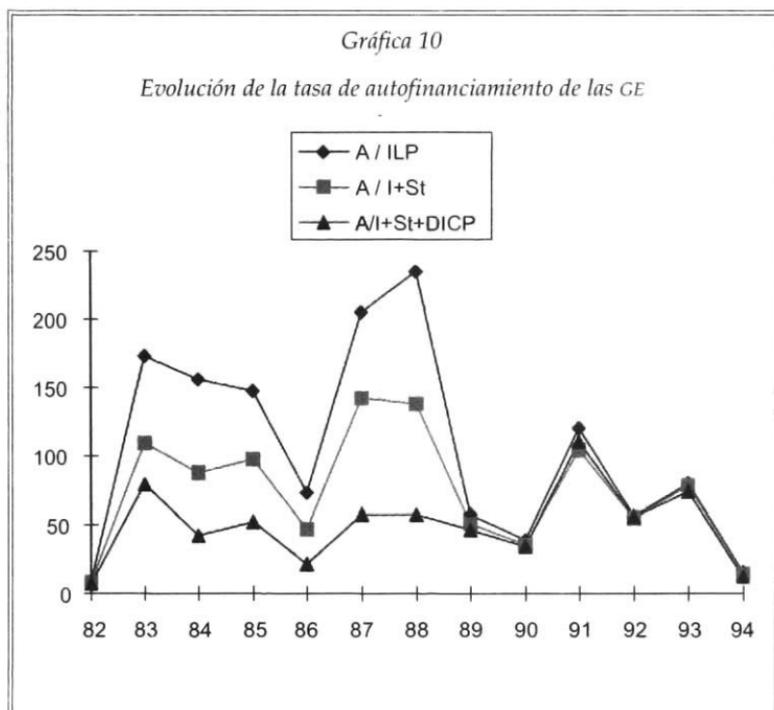
- 1) Autofinanciamiento/inversión a largo plazo (ILP).
- 2) Autofinanciamiento/ILP + *stocks*
- 3) Autofinanciamiento/ILP + *stocks* + Disponibilidades e inversiones a corto plazo (DICP).

Cuadro 8

Evolución de la tasa de autofinanciamiento de las GE (1982-1994)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Autof./Inv. LP	8.9	173.2	155.9	147.3	72.8	204.6	234.7	56.9	38.6	119.8	55.8	79.4	15.1
Autof./ILP + stocks	8.1	109.5	87.4	97.2	46.2	142.1	138.2	50.5	35.4	103.9	54.1	78.3	14.2
Autof./ILP + St. + DCP	6.8	79.1	41.6	52.0	21.2	57.0	57.0	45.5	34.0	109.8	54.8	73.3	12.0

Cuadro elaborado a partir de los datos del cuadro 3.



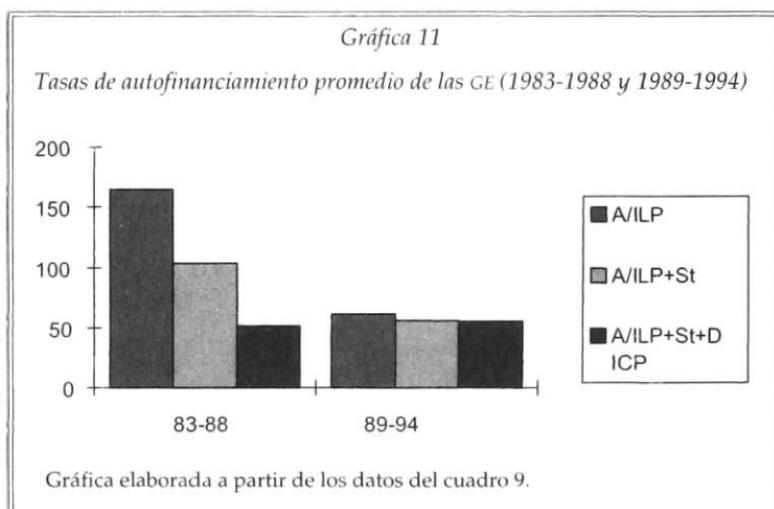
Se observa que en el *periodo 1983-1988* las tres definiciones de tasa de autofinanciamiento evolucionan paralelamente, pero a ritmos bastante diferentes. Esto muestra la relevancia de los *stocks* y de las inversiones a corto plazo de las GE. También vemos que las tasas de autofinanciamiento disminuyen hasta 1986 para aumentar de nuevo de manera significativa en 1987 y 1988. Hay, entonces, una *tendencia al aumento de la tasa de autofinanciamiento de las GE al final de este periodo*.

En el periodo 1983-1988, el nivel promedio de la tasa autofinanciamiento/inversiones a largo plazo es 164.8%, es decir, un nivel muy elevado. Esto se explica por el sentido de la evolución de los dos elementos constitutivos de esa tasa. En efecto, por una parte hay una reducción de la FBCF de las GE en este periodo y, por otra, se

ANÁLISIS ESTADÍSTICO DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Cuadro 9		
Tasas promedio de autofinanciamiento de las GE (1983-1988 y 1989-1994)		
	1983-1988	1989-1994
Autof./Inv. L.P.	164.8	60.9
Autof./I. L.P. + stocks	103.4	56.1
Autof./I LP + stocks + DICP	51.3	54.9

Cuadro elaborado a partir de los datos del cuadro 8.



constató una progresión sustancial, a partir de 1987, del autofinanciamiento de estas empresas.

En el *periodo 1989-1994* se observan cambios importantes en las tasas de autofinanciamiento de las GE. Primero, aunque su evolución sigue siendo paralela, las diferentes definiciones de tasa de autofinanciamiento se sitúan prácticamente al mismo nivel. Esto es consecuencia de la disminución significativa de los *stocks* y de las inversiones a corto plazo. Segundo, el fenómeno más impor-

tante en este periodo es que *las diferentes tasas de autofinanciamiento disminuyen grandemente a partir de 1992 y hasta 1994. La tasa de autofinanciamiento de las inversiones a largo plazo pasó de 119.8% en 1991 a 15.1% en 1994.*

El nivel promedio de esa tasa (autofinanciamiento/ILP) disminuye fuertemente en los dos periodos considerados, pues pasa de 164.8% en 1983-1988 a 60.9% en 1989-1994.

Dos elementos ligados al proceso de intensificación de la competencia, producido por la mayor apertura de la economía, explican esta disminución de la tasa de autofinanciamiento:

- 1) Por una parte, al eliminar las posibilidades de libre fijación de precios se redujo el margen de beneficio de las GE y con él su capacidad de ahorro y de autofinanciamiento.
- 2) Por otra parte, las GE buscaron adaptarse a la modificación del ambiente económico ya sea reestructurándose o modernizando su base tecnológica, lo cual se tradujo en un aumento importante de su inversión.

Otra observación sustancial es que mientras los niveles promedio de nuestras dos primeras definiciones de tasa de autofinanciamiento disminuyeron en el segundo periodo, la definición autofinanciamiento/ILP + stocks + DICP, se mantiene estable. Esto obedece a la *reducción importante de inversiones financieras a corto plazo en 1989-1994.*

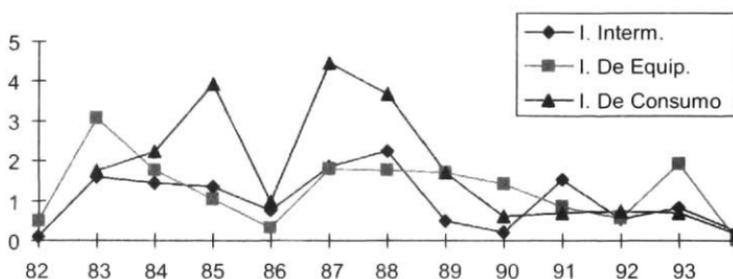
b) La tasa de autofinanciamiento de las GE según el tipo de industria

En la gráfica 12 observamos que *la tasa de autofinanciamiento de las inversiones a largo plazo, en los tres diferentes grupos industriales que definimos arriba, tiene una evolución similar. Así, en el periodo 1983-1988, el nivel de esa tasa es variable, pero presenta una tendencia general ascendente. En 1989-1994, en cambio, disminuye desde 1990 hasta el final del periodo.*

Sin embargo, en este último periodo distinguimos que la industria intermediaria presenta una tasa de autofinanciamiento que

Gráfica 12

Tasa de autofinanciamiento de las GE según el tipo de industria 1983-1994 (autofin./ILP)



Gráfica elaborada a partir de información presentada por la Bolsa Mexicana de Valores.

baja de manera constante a partir de 1991 y hasta 1994; en la industria de equipamiento, en cambio, disminuye hasta 1992, para aumentar fuertemente en 1993 y caer a cero en 1994; finalmente, la tasa de autofinanciamiento de la industria de consumo mantiene un nivel estable entre 1990 y 1993, para disminuir bruscamente en 1994.

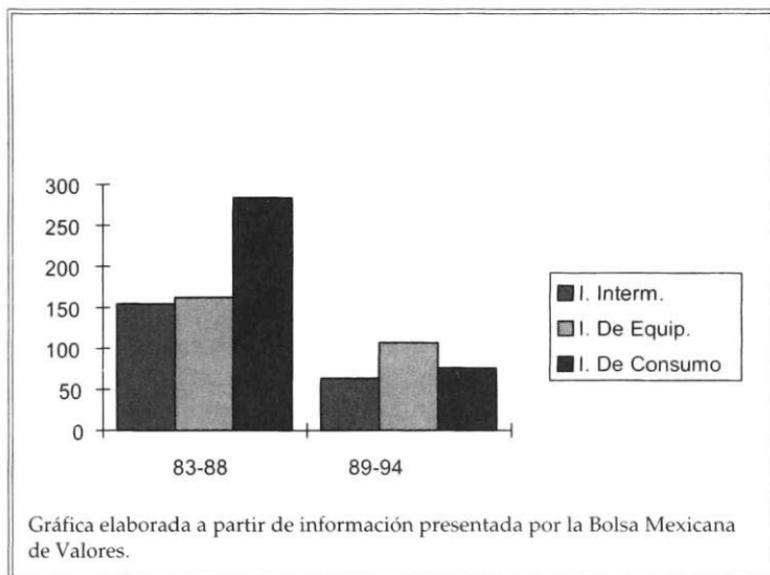
Los niveles promedio de la tasa de autofinanciamiento de los diferentes grupos de industria presentan diferencias trascendentes en los dos periodos. Su evolución se observa en el cuadro 10 y en la gráfica 13.

En el periodo 1983-1988 la tasa promedio de la industria de consumo es muy superior a las de la industria intermediaria y la de equipamiento. Ahora bien, en 1989-1994, aun cuando la tasa de autofinanciamiento de los tres tipos de industria disminuyó, es la tasa de la industria de consumo la que presenta la más fuerte baja.

Esta evolución se explica por la reducción en el último periodo del margen comercial de las industrias de consumo, provocada por un ambiente más competitivo y por la política de control de

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

<i>Cuadro 10</i>		
<i>Tasa de autofinanciamiento promedio de las GE según el tipo de industria (autofin./ILP)</i>		



§3. LA EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA
DE LOS BALANCES DE LAS GE INDUSTRIALES EN MÉXICO

El flujo de recursos de financiamiento resumido en el tablero de financiamiento encuentra su traducción en el balance, el cual describe la estructura del patrimonio de las empresas y permite conocer lo que poseen y deben en un momento dado.

Es necesario, sin embargo, antes de proceder al análisis del balance, recordar que su estructura obedece, en parte, a la influencia que la inflación ejerce sobre sus diferentes elementos. En efecto, debido a que los activos inmovilizados (o permanentes) se registran a valor histórico, la inflación conduce a la subevaluación de los fondos propios y al aumento de la participación del endeudamiento. Más generalmente, la inflación provoca el aumento de la parte inferior del balance respecto a la superior (la presentación del balance en este libro es la utilizada en Francia. La estructura del balance es, entonces, inversa a la anglosajona prevaleciente en México).

Examinaremos, en primer lugar, la evolución del balance del conjunto de las GE industriales (A) y, en segundo, la evolución de la estructura de los balances de las GE, según su tipo de industria (B).

A. Evolución del balance del conjunto de las GE industriales

Procederemos a describir, primero, la evolución del activo y del pasivo del balance de nuestra muestra de GE (a), y enseguida su comportamiento de endeudamiento a través de diferentes radios significativos (b).

a) La evolución de la estructura del balance de las grandes empresas industriales

Analizaremos la evolución del activo (recursos) (a.1.) y la del pasivo (obligaciones) (a.2.) de nuestra muestra, diferenciando dos subperiodos: 1983-1988 y 1989-1994.

a.1) Evolución del activo del balance de las GE industriales

En el análisis del activo del balance distinguiremos, en los activos a largo plazo: las inmovilizaciones corporales (instalaciones, equipo y herramientas) y los "otros activos a largo plazo" (activos financieros a largo plazo e inmovilizaciones incorpóreas); en los activos circulantes: las disponibilidades e inversiones a corto plazo, los créditos a clientes, los *stocks* y los *otros activos a corto plazo*.

Como se aprecia en el cuadro 11 y la gráfica 14, el balance de las GE de muestra presenta diferencias importantes en los dos periodos estudiados.

El análisis del periodo 1983-1988 pone en evidencia una evolución muy significativa. Se trata de la disminución de la participación de las inmovilizaciones corporales, que pasan de 71.7% en 1983 a 61.3% en 1988, mostrando una participación promedio de 65.0%. Esta disminución se explica por la reducida actividad económica y la preferencia que manifestaron las GE por las inversiones financieras a corto plazo. Los "otros activos a largo plazo" disminuyen también su participación en este periodo, presentando un promedio de 3.6 por ciento.

En contrapartida a la baja de los activos a largo plazo, se da el aumento de los circulantes, que obedece principalmente a la *progresión de las inversiones a corto plazo* y de los *stocks*, cuyas *participaciones promedio* en el periodo fueron, respectivamente, de 11.1 y 10.8%. La progresión en los *stocks* es consecuencia de la baja actividad económica. La participación de los créditos a clientes se mantiene estable, alrededor de 8.0 por ciento.

En el periodo 1989-1994 ocurre la disminución de las inmovilizaciones corporales respecto al primer periodo, su participación promedio en la estructura del balance fue de 60.4%. La principal evolución de los activos en este periodo es la progresión destacada de los "otros activos a largo plazo", sobre todo a partir de 1992. Estos tipos de activos ilustran el crecimiento externo de las GE, pues incluyen la toma de participaciones en el capital de otras empresas. Estos activos aumentan su participación de 4.9% en 1988 a 15.1% en 1994 en el total del balance y tienen un promedio de 8.8 por ciento.

Cuadro 11

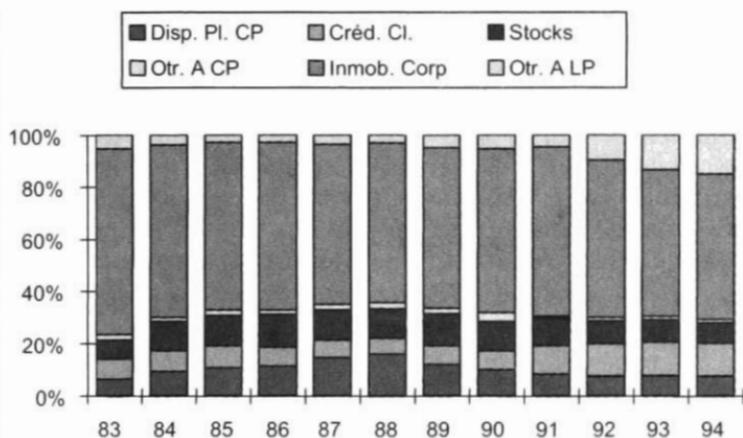
Evolución del balance de las GE industriales mexicanas

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Total activo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Activo circulante	22.8	23.2	29.8	32.7	32.6	35.0	35.4	33.6	31.7	30.4	29.9	30.2	28.8
Disp. e Inv. a CP	6.2	6.1	9.1	10.6	11.1	14.3	15.6	11.9	9.6	7.9	7.3	7.6	7.4
Crédito clientes	7.6	8.0	8.1	8.3	7.5	6.9	6.4	7.0	7.5	10.9	12.1	12.8	12.3
Stocks	6.7	7.0	10.9	11.6	12.4	11.7	11.2	12.4	11.0	10.7	9.2	8.6	8.2
Otros	2.3	2.1	1.7	2.2	1.6	2.1	2.2	2.3	3.6	0.9	1.3	1.2	0.9
Inmob. corp.	72.7	71.7	66.4	64.4	64.7	61.4	61.3	61.5	63.0	64.9	60.3	56.6	56.1
Otros activos	4.5	5.1	3.8	2.9	2.7	3.6	3.3	4.9	5.3	4.7	9.8	13.2	15.1
Total pasivo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Pasivos a CP	28.5	12.5	10.9	11.2	17.4	23.6	17.7	18.4	21.3	20.7	19.9	17.4	20.3
Créditos bancarios	12.3	3.3	3.2	2.9	5.0	9.9	7.3	7.1	9.1	10.3	10.3	8.0	11.7
Cr. proveedores	6.2	4.8	4.3	4.9	4.6	4.5	3.5	4.8	4.4	3.6	3.6	3.7	3.8
Otros	10.0	4.4	3.4	3.4	7.8	9.2	6.9	6.5	7.8	6.8	6.0	5.7	4.8
Pasivo a LP	29.8	38.7	32.8	29.8	21.5	10.9	12.8	11.5	10.7	12.6	18.8	21.5	24.5
Créditos bancarios	24.9	30.0	26.0	26.9	19.9	9.5	10.6	9.5	8.5	8.1	11.5	14.5	22.6
Otros	4.9	8.7	6.8	2.9	1.6	1.4	2.2	2.0	2.2	4.5	7.3	7.0	1.9
Capitales propios	41.7	48.8	56.3	59.0	61.1	65.5	69.5	70.1	68.0	66.7	61.3	61.1	55.2

Cuadro elaborado a partir de información presentada por la Bolsa Mexicana de Valores.

Gráfica 14

Evolución del activo del balance de las GE industriales mexicanas



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 11.

La progresión de la actividad económica constatada en este periodo se manifestó, principalmente, en la *intensa actividad de crecimiento externo, sobre todo a partir de 1992*.

En este tiempo se observa también la reducción de la participación de los activos circulantes debida a la *baja en la actividad de inversión a corto plazo (8.6% en promedio)*, consecutiva a la caída de la bolsa de 1987 y a la progresión de la actividad económica.

Los *stocks* disminuyen también su participación en el activo del balance al tiempo que el crédito a clientes progresa. Estas evoluciones traducen la progresión de la actividad económica.

a.2) Evolución del pasivo del balance de las grandes empresas industriales

En el estudio del pasivo (obligaciones) del balance de las GE distinguiremos, por una parte, los capitales propios (capital social, reservas, aumentos de capital) y, por otra, el endeudamiento interno, del cual diferenciaremos: *a)* el endeudamiento a largo plazo, que abarca los créditos bancarios y otros pasivos (que ilustran la emisión de obligaciones) y *b)* el endeudamiento a corto plazo, compuesto por créditos bancarios, créditos a proveedores y otros créditos a corto plazo (representativos de la emisión de billetes de tesorería y de créditos interempresas).

La evolución de la estructura del pasivo de la muestra de GE se observa en la gráfica 15, que pone en evidencia cambios relevantes.

En el *periodo 1983-1988* constatamos el aumento *destacado de los capitales propios*, que pasan de 48.8% en 1983 a 69.5% en 1988, con una participación promedio de 60.0 por ciento.

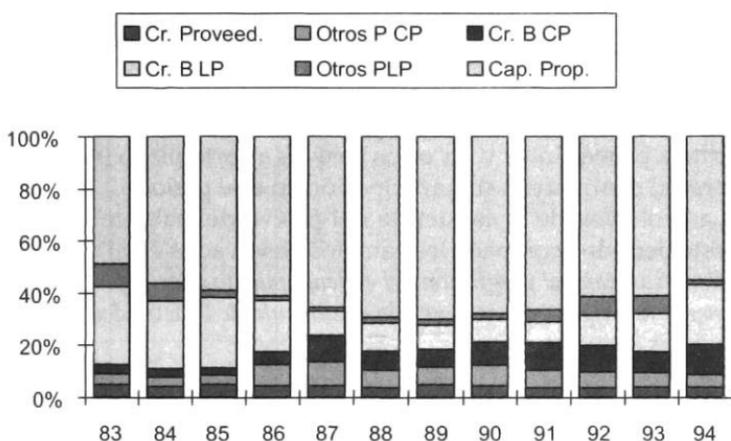
En contrapartida, hay una *disminución de la participación del endeudamiento*. Así, el que es a largo plazo disminuye *significativamente* al pasar de 38.7% en 1983 a 12.8% en 1988 con una participación promedio de 24.4%. Los *créditos bancarios a largo plazo reducen su participación* de 30.0% en 1983 a 10.6% en 1988, con una participación promedio de 20.5% en este periodo. Los *otros pasivos a largo plazo, que ilustran la emisión de obligaciones, disminuyen también* su participación en los años señalados de 8.7 a 2.2 por ciento.

El endeudamiento a corto plazo disminuye primero hasta 1984, para remontar después hasta 1988. El *crédito bancario a corto plazo* progresa a partir de 1986 y tiene una participación promedio de 5.3%. Los créditos a proveedores disminuyen progresivamente, representando en promedio en el periodo 4.4%, mientras que los otros pasivos a corto plazo progresan en promedio 5.8 por ciento.

En general, las modificaciones en la estructura de financiamiento de las GE de la muestra reflejan el estancamiento de la actividad económica durante el periodo y la voluntad de las empresas mexicanas de reforzar su estructura financiera después de la crisis de endeudamiento de 1982.

Gráfica 15

Evolución del pasivo del balance de las GE industriales, 1983-1994



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 11.

En el periodo 1989-1994 la estructura del pasivo cambia grandemente. Así, los capitales propios tienen una evolución inversa a la del primer periodo, pues disminuyen su participación en la estructura de financiamiento de manera regular e importante, pasando de 70.1% en 1989 a 55.2% en 1994. Su participación promedio es igual a 63.7 por ciento.

En contrapartida, en este periodo es evidente la progresión del endeudamiento, tanto a corto como a largo plazo. En los dos casos, el crédito bancario es el principal factor explicativo del aumento. La progresión del crédito a largo plazo es, sin embargo, más importante que la del crédito a corto plazo.

En efecto, el aumento del endeudamiento a largo plazo es bastante importante. Su participación en la estructura de financiamiento pasa de 11.5% en 1989 a 24.5% en 1994, con un promedio de 16.6%. El crédito bancario a largo plazo aumenta considerablemente su participación, pues pasa de 9.5% en 1989 a 22.6% en 1994, con un promedio

de 12.5%. Debe subrayarse que *la progresión del crédito bancario a largo plazo tiene lugar principalmente a partir de 1992*. El endeudamiento de las GE se acelera a partir de este último año.

El *endeudamiento a corto plazo aumenta* también en este periodo, pero más ligeramente que el de largo plazo, pues pasa de 18.4% en 1989 a 20.3% en 1994, con una participación promedio de 19.7%. El *endeudamiento bancario a corto plazo* progresa en esos años de 7.1 a 11.7% con una participación promedio de 9.4%. En cambio, el crédito a proveedores y los otros pasivos a corto plazo (billetes de tesorería) disminuyen su participación en este periodo.

La evolución de la estructura del pasivo del balance de las GE en este periodo acompaña los cambios observados en el activo. De hecho, *la sustancial progresión del endeudamiento a largo plazo, principalmente de origen bancario, refleja el aumento de la actividad de inversión de las empresas*.

b) Análisis de los radios de endeudamiento de las GE industriales

El estudio de la estructura de financiamiento de las GE se completa útilmente con el análisis de la evolución de ciertas relaciones clásicas del análisis financiero, que nos permitirán recapitular y sintetizar algunas de las características financieras de las GE que han sido esbozadas anteriormente. La evolución de estos radios de análisis financiero en el periodo 1982-1994, se observa en el cuadro 12.

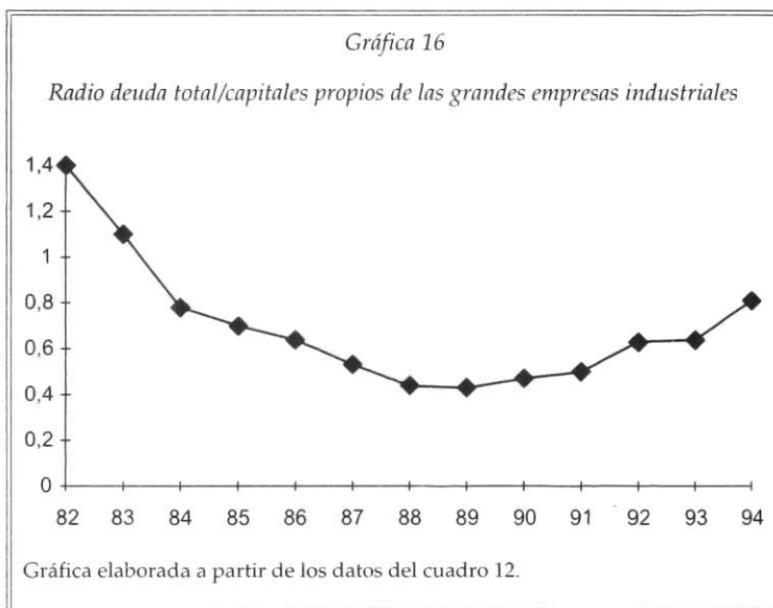
El radio de endeudamiento deuda/capitales propios (gráfica 16) nos permite observar la evolución de la importancia relativa de esos dos elementos constitutivos de la estructura financiera de las empresas. Es un indicador de su independencia financiera respecto al financiamiento bancario y constituye una variable esencial en la comprensión del comportamiento de las empresas, pues describe la estructura de sus recursos. Esta última condiciona, por una parte, su rentabilidad financiera en la medida en que el costo de los recursos de préstamo difiere del rendimiento de las inversiones y, por otra parte, su solvencia, puesto que los pagos de interés tienen un carácter fijo, mientras que los ingresos de la empresa son aleatorios.

Cuadro 12

Evolución de algunos ratios de endeudamiento de las CE industriales, 1982-1994

	(1982)	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)
Deuda	140.0	110.0	78.0	70.0	64.0	53.0	44.0	43.0	47.0	50.0	63.0	64.0	81.00
Capitales propios													
D. banc. CP y LP	37.2	33.3	29.2	29.8	24.9	19.4	17.9	16.6	17.6	18.4	21.8	22.5	34.3
Total del balance													
D. Banc. a LP	66.9	90.0	89.0	90.3	79.9	49.0	59.2	57.2	48.3	44.0	52.7	64.4	65.9
Total d. Banc.													

Cuadro elaborado a partir de los datos del cuadro 11.



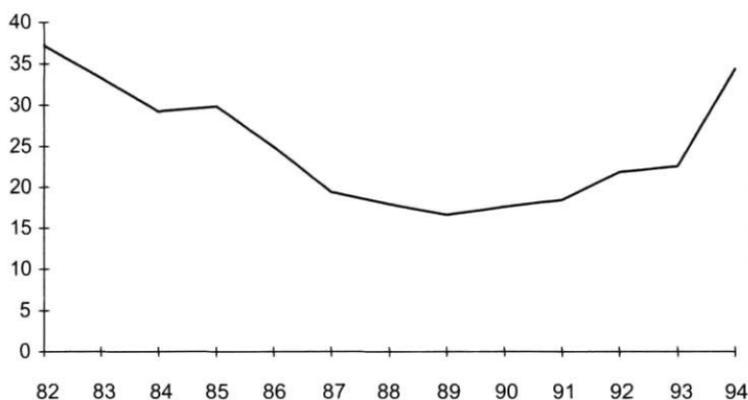
El radio deuda total/capitales propios presenta, en el periodo 1983-1988, una disminución muy importante, pues pasa de 110.0 a 44.0%. En cambio de 1989 a 1994 se observa una evolución inversa, al aumentar de 43.0 a 81.0%. Las grandes empresas de la muestra parten entonces de una situación de sobreendeudamiento en 1983 para entrar en un proceso de independización respecto a los bancos hasta 1988 y refuerzan de nuevo sus lazos con éstos a partir de 1989 y hasta 1994. En este último año las GE presentan un endeudamiento significativo que se inscribe en una tendencia a la alza.

En la gráfica 17 observamos que la *participación del crédito bancario en el total del balance* de las GE es muy significativa, pues es igual, en promedio, en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, a 25.8 y 21.9%. Su participación aumenta de manera sustancial a partir de 1992 y hasta 1994.

Finalmente, la gráfica 18 muestra la evolución de la estructura de la deuda bancaria de las GE de la muestra. La participación promedio de las

Gráfica 17

Participación del crédito bancario en el total del balance de las GE industriales

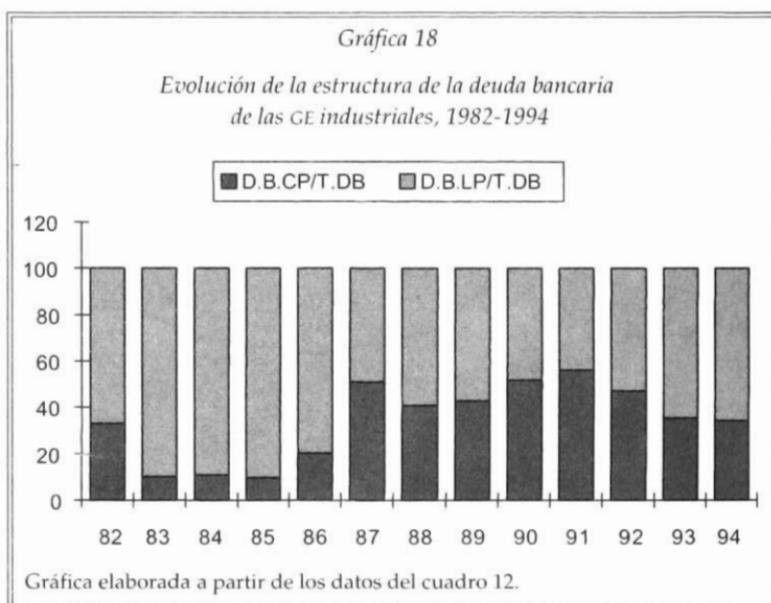


Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 12.

deudas bancarias a largo plazo en el total de deudas bancarias, en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, fue de 76.2 y 55.4%, respectivamente. Observamos también que este tipo de deudas disminuyó entre 1987 y 1991, progresando a partir de 1992 y hasta 1994, cuando representaron 65.9% del total de deudas bancarias.

Distinguimos, entonces, tres etapas en la evolución de la estructura de la deuda bancaria de las GE durante el periodo 1983-1994. Entre 1982 y 1986 estas empresas privilegiaron la consolidación de su deuda bancaria aumentando su duración; a partir de 1987 y hasta 1991, en cambio, se vio la progresión de las deudas a corto plazo. Finalmente, entre 1992 y 1994 la participación de las deudas a largo plazo aumenta de nuevo de manera importante.

La evolución de la estructura de la deuda bancaria de las GE refleja la influencia primordial de la coyuntura económica sobre el endeudamiento a corto plazo. En efecto, la reducción de la actividad económica en el periodo 1983-1988 y su progresión en 1989-



1994 se tradujeron, en un primer momento, y por una variación importante, en el mismo sentido del crédito a corto plazo; el endeudamiento a largo plazo, en cambio, varió con cierto retraso.

De manera general, el estudio de los ratios de endeudamiento en el periodo 1983-1994 muestra que las GE redujeron primero su endeudamiento y consolidaron su deuda y, después, a partir de 1987, aumentaron su endeudamiento, primero a corto plazo y después a largo plazo. El aumento del endeudamiento de las GE industriales al final del periodo estudiado (más precisamente a partir de 1992), se inscribe entonces en el marco de una tendencia al alargamiento del horizonte de su deuda.

B. Participación del crédito bancario en la estructura de financiamiento de las GE según el tipo de industria

En este apartado pondremos en evidencia, a partir de la muestra de GE, la relación entre el tipo de industria y la importancia de la

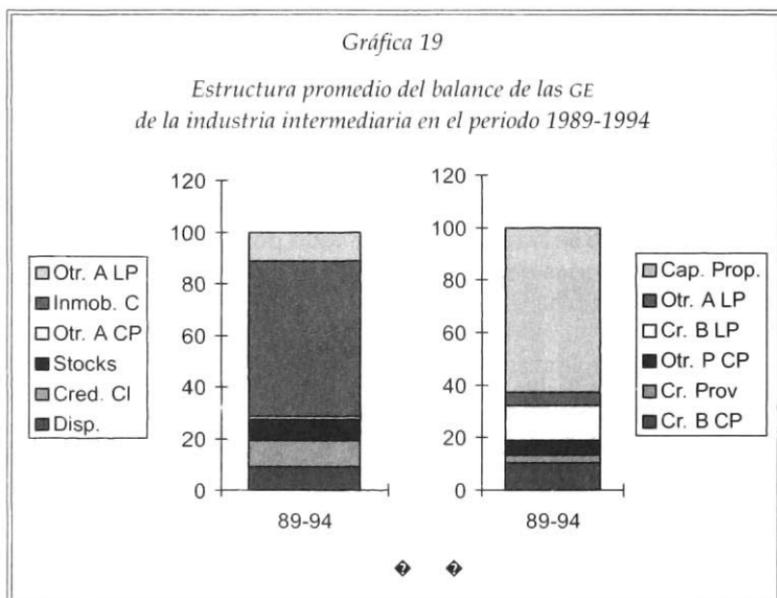
utilización de crédito bancario por las empresas, que resulta de la confrontación de las estructuras del activo y del pasivo del balance.

En efecto, en la estructura de los activos se establecen ciertas características específicas para cada tipo de industria. Así, la intermediaria constituye la base de la industria y requiere una infraestructura muy pesada. En la de equipamiento, la infraestructura es importante, pero se caracteriza sobre todo por ser más sofisticada. En fin, las industrias de consumo, que incluyen a las más tradicionales, utilizan mucha mano de obra.

Esas características de los activos deben estar equilibradas por estructuras de financiamiento particulares, de manera que se respete el principio elemental de administración financiera según el cual los recursos de las empresas deben ser financiados con obligaciones de la misma duración. Es de esperarse, entonces, una relación directa entre la importancia de la participación de los capitales permanentes (capitales propios más deuda a largo plazo, es decir, emisión de obligaciones)³ y el peso de las inmovilizaciones corporales en la estructura del activo. También nos preguntamos si existe una relación entre la participación de las inmovilizaciones corporales y la utilización de crédito bancario por las GE industriales en México. En las gráficas 19, 20 y 21 observamos las estructuras promedio en el periodo 1989-1994 del activo y pasivo del balance según el tipo de industria.

Respecto al activo, las gráficas muestran que la participación más importante de las inmovilizaciones corporales (instalaciones, equipo y herramientas), en promedio durante el periodo 1989-1994, se encuentra en la industria de consumo (67.1%), seguida de la industria intermediaria (60.1%) y, finalmente, de la industria de

³ En este análisis consideraremos que los capitales permanentes están compuestos por el capital social y los "otros activos a largo plazo", reflejando éstos la emisión de obligaciones. La definición teórica de los capitales permanentes abarca, sin embargo, el capital social y el endeudamiento a largo plazo, sea éste contratado mediante emisión de obligaciones o ante el sistema bancario. La razón de este procedimiento es que nos permitirá apreciar más claramente el papel del crédito bancario en el financiamiento de los tres diferentes tipos de industria que hemos definido.

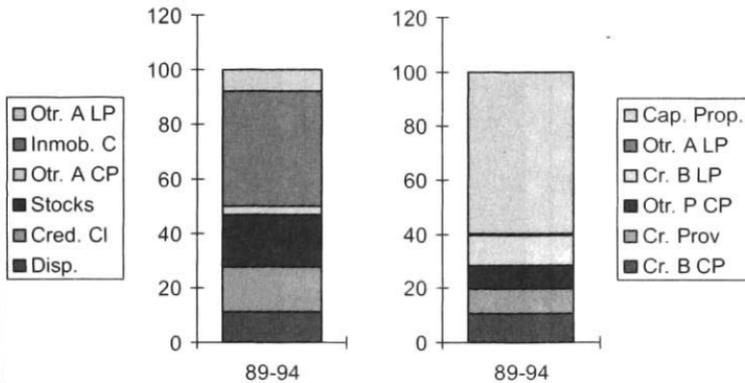


equipamiento (42.2%). Tenemos, entonces, la jerarquía siguiente: inmovilizaciones corporales en la $IC > II > IE$. La importancia de las inmovilizaciones corporales en el activo de las GE industriales mexicanas, según el tipo de industria, no corresponde entonces a la situación teórica descrita más arriba. La destacada participación de los "otros activos a largo plazo", que incluyen las inmovilizaciones incorpóreas (licencias y patentes), así como la adquisición de activos financieros, sobre todo en la industria intermediaria, es un elemento explicativo de esta situación.

En cuanto al pasivo, observamos que la jerarquía constatada en el activo, respecto a la importancia de la participación de las inmovilizaciones corporales, se refleja en la participación de los capitales permanentes en el pasivo del balance. En efecto la participación promedio de los capitales permanentes en la industria de consumo, intermediaria y de equipamiento fue, en el periodo 1989-1994, respectivamente, de 69.6, 67.9 y 60.4 por ciento.

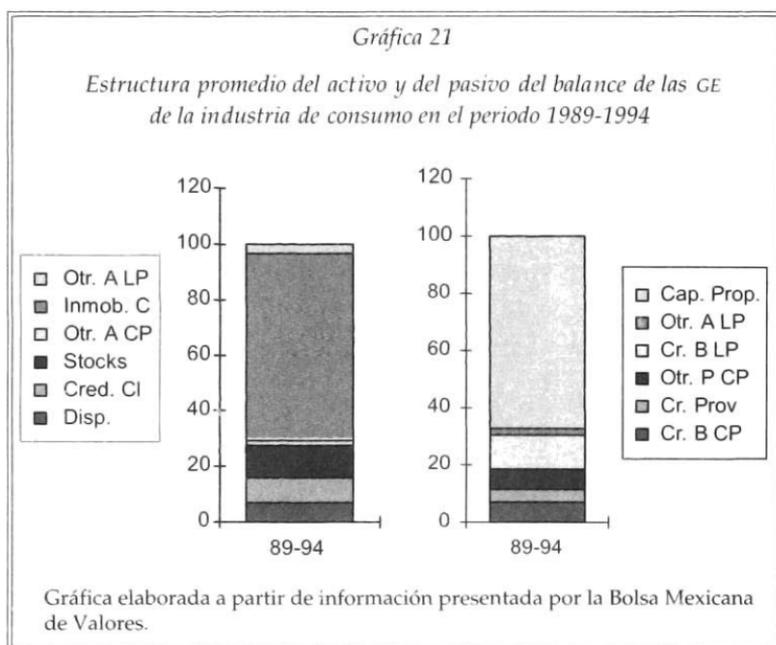
Gráfica 20

Estructura promedio del activo y del pasivo del balance de las GE de la industria de equipamiento en el periodo 1989-1994



Gráfica elaborada a partir de información presentada por la Bolsa Mexicana de Valores.

Ahora bien, también constatamos que la participación del crédito bancario, largo más corto plazo, en el financiamiento de las GE industriales mexicanas, es más importante en la industria intermedia (23.6%) que en la de equipamiento (21.8%), y ésta a su vez lo es más que en la de consumo (18.9%). Tenemos, entonces, la siguiente jerarquía en la utilización de crédito bancario: $\text{II} >$



a la relación. Myers y Majluf (1984) explican el endeudamiento de las empresas como un medio para evitar la subinversión. Esto es posible cuando la deuda emitida representa un bajo riesgo. Esta condición está ligada a la capacidad de la empresa para presentar garantías y es también, generalmente, condición necesaria para la obtención del financiamiento bancario. El endeudamiento de las empresas está ligado directamente a su capacidad para presentar garantías, que pueden tomar la forma de hipotecas, lo que pone en evidencia la importancia de las inmovilizaciones corporales, como los terrenos y las instalaciones, en el acceso y utilización de crédito bancario por las empresas. Se establece así una relación directa entre la importancia de las inmovilizaciones corporales al activo de las empresas y su utilización de crédito bancario.

§4. OBSERVACIONES SOBRE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO
DE LAS GRANDES EMPRESAS INDUSTRIALES EN MÉXICO

De manera general, en el periodo 1983-1988 las GE industriales privilegiaron su desendeudamiento y reforzaron su estructura financiera. En efecto, constatamos que en este periodo pasan de una situación de sobreendeudamiento en 1983, a una situación en que los capitales propios son muy importantes en 1988. En el periodo 1989-1994, al contrario, el endeudamiento de las GE aumenta y ocurre un deterioro notable de su estructura financiera a partir de 1991. Las GE son cada vez más dependientes del crédito bancario y su situación financiera en 1994 se aproxima de la de 1983.

De la confrontación de la evolución de las estructuras de los empleos en el tablero de financiamiento y de la deuda (según el plazo), en el balance de las GE, concluimos que los recursos de origen bancario sirvieron principalmente para actividades financieras en el mercado monetario durante el periodo 1983-1988, y en el mercado financiero durante el periodo 1989-1994.

De una manera más precisa, observamos:

- 1) La participación del autofinanciamiento en la estructura de recursos del tablero de financiamiento disminuye significativamente a partir de 1991 y hasta 1994. La progresión de la actividad económica se manifestó, en los empleos del tablero de financiamiento, en el aumento de inversiones a largo plazo (corporales e incorporales) y del crédito a clientes.
- 2) La participación del crédito bancario en el flujo de recursos del tablero de financiamiento progresa rápidamente a partir de 1992 y hasta 1994. Puesto que en estos años se observó un aumento importante de la actividad económica, suponemos que la inversión de las GE es financiada en gran parte mediante el crédito bancario.
- 3) La tasa de autofinanciamiento de las GE disminuye de manera importante entre 1992 y 1994. El estudio según el tipo de industria (intermediaria, equipamiento y consumo) muestra que la evolución de esta tasa es similar en los tres tipos: aumento en el primer periodo y disminución en el segundo. En el periodo

1983-1988 la tasa de autofinanciamiento más elevada se encuentra en la industria de consumo, misma que presenta también la baja más sensible de esa tasa durante el periodo 1989-1994. La tasa de autofinanciamiento de la industria de equipamiento, al contrario, ofrece la mejor estabilidad y el nivel promedio más elevado en el segundo periodo.

- 4) El radio deuda/capitales propios disminuye en el periodo 1983-1988 y aumenta en 1989-1994. Sin embargo, el nivel promedio en el primer periodo es superior al del segundo. Esto se explica por su nivel extremadamente elevado en el periodo 1983-1986. Se observa también una *progresión importante de este radio a partir de 1992 y hasta 1994, año en el que representó 81.0 por ciento.*
- 5) *La participación del crédito bancario en el total del balance de las GE, presenta una progresión notable a partir de 1992, para alcanzar 34.3% en 1994.*
- 6) *La participación de deuda a largo plazo en el total de la deuda bancaria aumenta de manera significativa a partir de 1992. La progresión del endeudamiento de las GE, observada a partir de 1992, se acompaña entonces de un proceso de consolidación de la deuda bancaria.*
- 7) *La progresión del endeudamiento de las GE oculta la progresión importante, a partir de 1990, de la emisión de títulos a largo plazo, acciones y obligaciones, que los datos de que disponemos no nos permiten apreciar. Podemos señalar, sin embargo, que la emisión de obligaciones de las empresas privadas no financieras mexicanas alcanzó un punto máximo en 1993, y la emisión de acciones lo hizo en 1994. La colocación de este tipo de títulos se realizó en los mercados internacionales.⁴*

⁴ A. Livas Cantú señala, en efecto, que "mientras en 1990 se realizaron cuatro colocaciones de bonos en los mercados internacionales por menos de 150 mdd, durante 1993 se realizaron 36 colocaciones por más de 4 600 mdd". También dice que "durante 1994 se realizaron emisiones globales de acciones con valor de 3 000 mdd en 17 operaciones, mientras que en 1990 se realizó una colocación accionaria por 100 mdd". Este autor concluye que "durante el periodo 1989-1994 se constituyen e incrementan como fuentes básicas de financiamiento tanto la contratación de crédito externo como la colocación de bonos y acciones en los

- 8) La participación de las inmovilizaciones corporales en el activo de la industria de consumo es superior a la de la industria intermediaria, y ésta a la de la industria de equipamiento, lo que no corresponde, entonces, a la propuesta por el análisis teórico, según el cual las inmovilizaciones corporales en la industria intermediaria son superiores a las de equipamiento, y éstas, a su vez, superiores a la de consumo. Sin embargo, *la participación del crédito bancario en la estructura de financiamiento sí corresponde a esa jerarquía teórica, pues la participación en la $II > IE > IC$.*

Constatamos, entonces, un deterioro de la situación financiera de las GE a partir de 1992, que se manifiesta, primero, por una caída de la tasa de autofinanciamiento de las inversiones a largo plazo, de sólo 15.1% en 1994, y por la importante progresión del endeudamiento bancario, que representa en 1994, 34.3% del total del balance.

La progresión del endeudamiento a partir de 1992 se efectúa en el marco de una *tendencia hacia una mayor participación de la deuda a largo plazo*. También el endeudamiento creciente se inscribe en el marco de una *intensa actividad de crecimiento externo a través de fusiones y adquisiciones que buscan reestructurar el aparato industrial para adaptarlo a un ambiente más competitivo*.

SECCIÓN III

LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LOS GRUPOS INDUSTRIALES MEXICANOS

En esta sección analizaremos la estructura financiera de los grupos industriales (GI) mexicanos a partir de una muestra de los que cotizan en la bolsa, pero antes es necesario presentar una definición de grupo industrial.

Un grupo industrial es un conjunto de empresas cuyas decisiones son solidarias o interdependientes y que están generalmente

mercados internacionales". Cf. A. Livas Cantú, "El financiamiento de la empresa grande en México", en *Ejecutivos de Finanzas*, diciembre de 1997, pp. 91-102.

orientadas por una sociedad dominante. En sentido estricto, un grupo existe cuando una sociedad madre detiene el capital de varias otras empresas o filiales. En sentido más general, se considera que hay grupo a partir del momento en que hay un efecto de control. Ahora bien, es necesario precisar que un grupo industrial se distingue de un *holding* (cuyo objeto es poseer participaciones en otras empresas a fin de controlar su actividad), en que la sociedad madre, en el último caso, no ejerce ella misma una actividad económica.

Presentaremos en un primer párrafo nuestra muestra de grupos industriales y, en un segundo, analizaremos diferentes aspectos de su financiamiento en el periodo 1983-1994.

§1. PRESENTACIÓN DE LA MUESTRA DE GRUPOS INDUSTRIALES

Para observar la evolución de la estructura financiera de los GI mexicanos recurriremos dos muestras que cubren los periodos 1983-1990 y 1991-1994. La única diferencia entre ellas es que en la segunda el número de grupos aumenta, al conservar los grupos pertenecientes a la primera. Utilizaremos así, para el análisis del periodo 1983-1990, una muestra de siete grupos industriales a los que se adicionarán, a partir de 1991, otros cuatro.

Hay que precisar que la clasificación de la industria en México distingue generalmente trece ramas: materiales de construcción, minerales, química, siderurgia, metalurgia, caucho, automotriz, eléctrica-electrónica, metalmecánica, alimentos-bebidas-tabaco, bienes de consumo, papel y textil.

Ahora bien, los GI de las muestras realizan la mayor parte de sus actividades en el sector industrial. Los de la primera muestra efectuaron por ejemplo, durante 1990, alrededor de 95.0% de sus ventas en el sector industrial, mientras que el sector servicios representó 4.0%. Los GI de las muestras, así como sus principales ramas industriales de actividad, son presentados en el cuadro 13.⁵

⁵ Los datos provienen, para el periodo 1983-1990: *Compendio Accival 1982-1988*, Accival, México, 1989, y *Compendio Accival 1986-1990*, Accival, México, 1992. Para el periodo 1991-1994: información presentada por la Bolsa Mexicana de Valores.

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

Cuadro 13

<i>Grupos industriales de la muestra y principales ramas de actividad</i>			
<i>(1983-1990)</i>		<i>(1991-1994)</i>	
Grupo	Ramas	Grupo	Ramas
Alfa	Química, alimentos-bebidas-tabaco, siderurgia.	Grupos del periodo anterior	
Vitro	Química, minerales, metal-mecánica.	Vitro +	
Camesa	Metal-mecánica, minerales química.	G. Carso	Minerales, química, alimentos-bebidas-tabaco, metal-mecánica.
Desc.	Química, metal-mecánica, alimentos-bebidas-tabaco, automóvil.	G. Chisa	Papel, metal-mecánica.
Visa	Alimentos-bebidas-tabaco, papel.	Fiasa	Metal-mecánica, materiales de construcción.
San Luis	Minerales, metal- mecánica	Gissa	Automóvil, eléctrica-electrónica. Materiales de construcción.
Sidek	Siderurgia, metal-mecánica, minerales.		

La ventaja de la información financiera así reunida es que nos permite establecer una presentación homogénea durante el periodo estudiado. Procederemos a analizar estos grupos industriales *considerándolos como una sola muestra que cubre el periodo 1983-1994.*

§2. EL FINANCIAMIENTO DEL CRECIMIENTO.

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DEL TABLERO DE FINANCIAMIENTO

Analizaremos primero la evolución de la estructura del flujo de empleos y, enseguida, la del flujo de recursos de los GI de la muestra. En el análisis diferenciaremos los periodos 1983-1988 y 1989-1994.

A. Evolución de los empleos del tablero de financiamiento de los grupos industriales

En el análisis de los empleos del tablero de financiamiento de los GI, distinguiremos: inversión a largo plazo, *stocks*, disponibilidades e inversiones a corto plazo, reembolso de créditos, crédito a clientes y otros empleos. El cuadro 14 y la gráfica 22 permiten observar la evolución de la estructura del flujo de empleos de los GI de la muestra.

En el periodo 1983-1988 observamos que, salvo en 1988, hay una *disminución de las inversiones a largo plazo (inmovilizaciones corporales e incorporales)*.

Las disponibilidades e inversiones a corto plazo progresan desde 1984 hasta 1987, cuando alcanzan una participación muy elevada en los empleos de los GI (60.5%) desapareciendo prácticamente en 1988. Esto pone en evidencia la *reorientación de los recursos de los GI desde el mercado monetario hacia la inversión en el sector real y en el mercado financiero*. También demuestra que los GI utilizaron de manera intensiva sus recursos internos en el esfuerzo de inversión constatado en 1988, año en el que se constata también un importante reembolso de créditos. El crédito a clientes tiene una participación significativa en el periodo, igual en promedio a 14.5% del flujo de recursos. Los *stocks* son también bastante notables en este periodo, pues tienen una participación promedio de 15.9%. Los otros empleos disminuyen significativamente en el periodo considerado.

En el periodo 1989-1994 la evolución más importante en la estructura del flujo de empleos es la *progresión de las inversiones a largo plazo*, las cuales alcanzan una participación de 81.6% en 1993. Su promedio en este periodo es de 56.2 por ciento.

La progresión de las inversiones a largo plazo de los GI *refleja su voluntad de reforzar sus actividades principales mediante un proceso de concentración vertical*. En efecto, el objetivo predominante de la inversión de los GI en este periodo fue agrupar empresas que intervienen en diferentes etapas de un proceso de fabricación o que ejercen actividades complementarias. Tal es el caso del grupo Visa, que se separó de sus empresas de la rama turística con el objeto de reforzar su actividad tradicional en el ramo cervecero, y del grupo

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

Cuadro 14

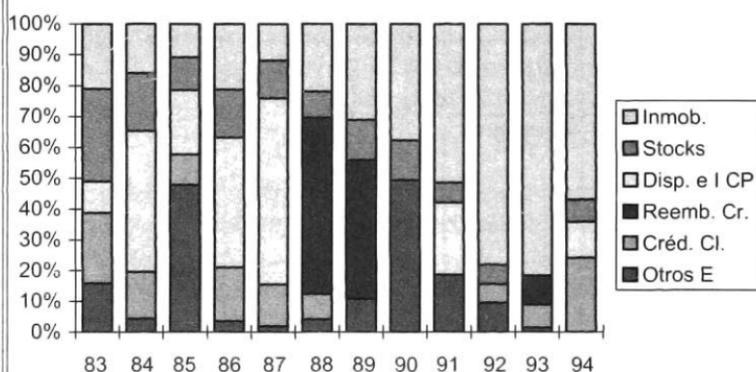
Evolución del tablero de financiamiento de los grupos industriales, 1983-1994

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Empleos	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Inversión a LP	21.0	16.1	10.9	21.2	12.0	21.9	31.1	37.8	51.4	78.1	81.6	57.0
Stocks	30.0	18.6	10.5	15.7	12.1	8.4	13.0	12.8	6.5	6.3	0	7.2
Disponibilidades e inversiones a corto plazo	10.2	45.7	21.0	42.1	60.5	0	0	0	23.5	0	0	11.7
Reemb. créditos	0	0	0	0	0	0	45.1	0	0	0	9.5	0
Crédito clientes	23.0	15.2	9.7	17.5	13.5	8.3	0	0	0	6.1	7.5	24.1
Otros empleos	15.8	4.4	47.9	3.5	1.9	4.1	10.8	49.4	18.6	9.5	1.4	0
Recursos	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Autofinanciamiento	65.2	0	38.5	0	2.1	44.0	73.9	37.1	42.8	50.5	54.6	0
Aumentos de capital	1.1	0.5	0	3.5	7.3	32.9	0	4.2	16.1	2.1	20.7	5.0
Créditos bancarios	8.1	48.4	10.8	31.2	28.6	0	0	48.0	39.3	43.5	0	62.6
Deuda proveedores	1.3	51.1	27.3	58.1	13.7	13.0	8.9	5.3	0	3.0	0	5.6
Otros recursos	24.3	0	23.4	7.2	48.3	10.1	17.2	5.4	1.8	0.9	24.7	26.8

Cuadro elaborado a partir de *Compendio Accival, 1982-1988*, Accival, México, 1989, para el periodo 1983-1990, y de *Compendio Accival, 1986-1990*, Accival, México, 1992, para el periodo 1991-1994. Información presentada por la Bolsa Mexicana de Valores.

Gráfica 22

Evolución de los empleos del tablero de financiamiento de los GI, 1983-1994



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 14.

Alfa, que realizó importantes inversiones en la rama de alimentos, bebidas y tabaco. Sin embargo, han podido constatarse excepciones a esta tendencia general. El grupo GCarso, por ejemplo, diversificó sus actividades hacia el sector servicios, principalmente hacia las ramas de restauración y telecomunicaciones (BMV, IMEC, 1992).

Los *stocks* disminuyen a lo largo de este periodo y tienen una participación promedio de 7.6%. Se observa también una *disminución importante de las disponibilidades e inversiones a corto plazo*. Un notable reembolso de créditos tuvo lugar en 1989. Los créditos a clientes tienen una participación no significativa en el periodo, sin embargo progresan a partir de 1992 y hasta 1994, cuando representan 24.1% del total de empleos. Los otros empleos tienen una participación media en el periodo de 15.0%, siendo significativos sólo en el año 1990.

B. Evolución de los recursos del tablero de financiamiento de los grupos industriales

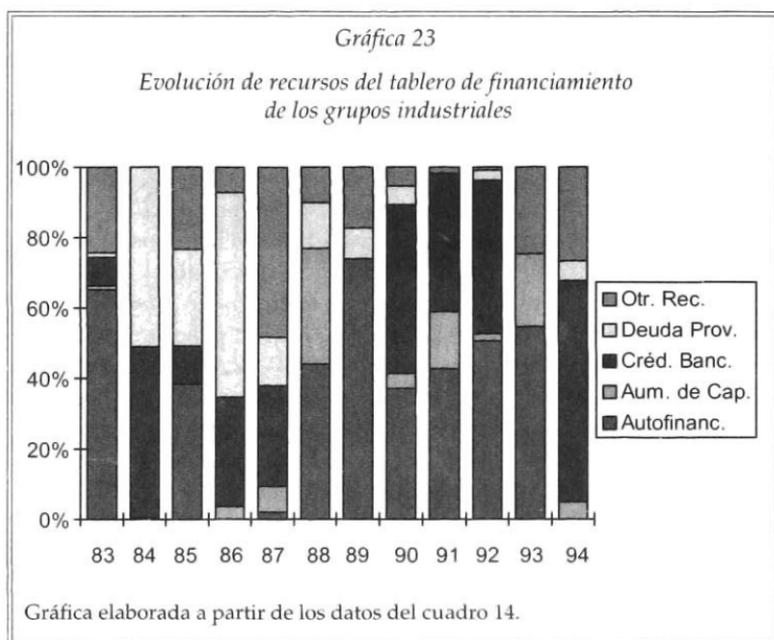
La gráfica 23 presenta la evolución de la estructura del flujo de *recursos del tablero de financiamiento* de la muestra de grupos industriales. Distinguimos en la estructura de recursos: el autofinanciamiento, los aumentos de capital, el crédito bancario, las deudas con proveedores y otros recursos. No diferenciaremos, entonces, a causa de limitaciones en la información disponible, las emisiones de obligaciones que, sin embargo, fueron significativas en el periodo 1989-1994. Tampoco aportaremos gran precisión sobre los componentes del rubro "otros recursos". Podemos, sin embargo, considerar que éstos incluyen recursos de origen interno, como los aportes de socios y las participaciones de sociedades aparentadas.

En el periodo 1983-1988 observamos que el *autofinanciamiento* tiene una participación variable en la estructura de recursos de financiamiento de los GI. *Con excepción de los años 1983, 1985 y 1988, su participación es nula o poco significativa. Su promedio en el periodo es de 25.0%. Una observación cardinal es que el resultado neto de los GI en este periodo, a excepción del año 1988, fue negativo. Sus recursos de autofinanciamiento provienen entonces de los elementos ligados a los otros recursos internos: aportes de socios y participaciones de sociedades aparentadas. La participación de los aumentos de capital son importantes únicamente en 1988, cuando representaron 32.9% del total de recursos. Su participación promedio en el periodo fue de 6.5 por ciento.*

El crédito bancario representó en promedio en el periodo 21.2% del total del flujo de recursos. Presenta también una evolución contrastada, pues progresa en 1986 y 1987, mientras que su participación es nula en 1988. Esto es consecuencia de un flujo de reembolso de créditos superior al de nuevos préstamos contratados.

La participación de las deudas con proveedores es muy significativo en este periodo, sin embargo disminuye en 1988, con una participación promedio de 27.4%. Los otros recursos tuvieron una participación media de 18.9 por ciento.

En el periodo 1989-1994 el autofinanciamiento aumenta de manera sustancial su participación en el flujo de recursos. Luego progresa



de 1991 a 1993 y es nula en 1994, como consecuencia de la obtención de un resultado neto negativo por los GI de la muestra durante ese año. Su participación promedio en el periodo es de 43.2 por ciento.

La participación de los aumentos de capital es variable en este periodo y alcanza una participación máxima en 1993 con 20.7% del total del flujo de recursos. Su participación promedio en el periodo es de 8.0 por ciento.

El crédito bancario aumenta su participación media en este periodo a 32.2% del flujo de recursos. Tiene una participación máxima en 1994 de 62.6% del total de recursos. Hubo también reembolsos netos de créditos en 1989 y 1993.

Las deudas con proveedores disminuyen su participación promedio a 3.8%. Finalmente, los "otros recursos" disminuyen también su participación media a 12.8%. Sin embargo, su participación progresa de manera importante al final del periodo.

Otra observación importante es que el endeudamiento de los GI en el periodo 1989-1994, al igual que el de las GE, se realizó en gran parte en divisas. A título de ejemplo, en 1993 la participación del endeudamiento en divisas de los grupos GCarso, Sidek, y Vitro representó, respectivamente, 28.0, 71.2 y 59.5% de su endeudamiento total (Vidal, 1992).

C. Evolución de la tasa de autofinanciamiento de los grupos industriales

A partir del tablero de financiamiento definimos la tasa de autofinanciamiento de los GI. De la misma manera que para las GE, presentaremos tres definiciones de esa tasa, las cuales ponen en relación el ahorro de los GI, primero con las inversiones a largo plazo (inmovilizaciones corporales e incorporales), y enseguida con las inversiones a largo plazo más los *stocks* y, finalmente, con las inversiones a largo plazo, más los *stocks*, más las disponibilidades e inversiones a corto plazo. Esta última definición de la tasa de autofinanciamiento tiene un valor no significativo en la mayoría de los años del segundo periodo (1989-1994), en razón de la obtención de valores negativos en el flujo de disponibilidades. Por eso la curva representativa de esta definición no aparece en la gráfica.

La evolución de la tasa de autofinanciamiento de los GI se observa en el cuadro 15 y en la gráfica 24. En el *periodo 1983-1988* hay una evolución muy variable de esas tasas de autofinanciamiento, así como una separación significativa entre ellas, lo que muestra la importancia de los *stocks en este periodo*.

En el periodo 1989-1994 se observa un acercamiento de las dos curvas que muestra la disminución de los *stocks* consecutiva a la progresión de la actividad económica. También constatamos que *la tasa de autofinanciamiento de los GI* aumenta en 1988 y 1989, y *a partir de 1990 disminuye rápidamente hasta el final del periodo*. En 1994 esa tasa tiene un valor nulo debido, como ya se dijo, a la obtención de un resultado neto negativo por los GI de la muestra durante ese año. El cuadro 15 y la gráfica 24 ponen en evidencia la disminución de la tasa de autofinanciamiento promedio de los GI en los periodos 1983-1988 y 1989-1994.

Cuadro 15

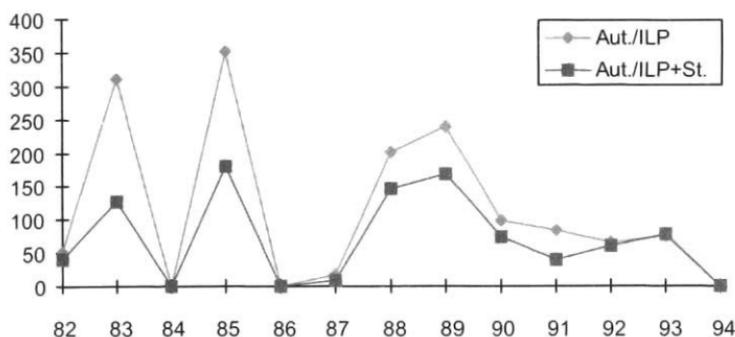
Evolución de la tasa de autofinanciamiento de los GI, 1983-1994

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Autof./Inversión a LP	51.4	310.1	0	351.2	0	17.3	200.9	238.1	98.3	83.4	64.5	75.1	0
Autof./ILP + stocks	40.1	127.8	0	179.6	0	8.6	145.6	168.0	73.5	38.9	59.9	76.9	0
Autof./ILP + stocks + disp.	25.4	112.7	0	90.8	0	2.5	=	=	=	52.7	=	=	0

Elaborado a partir de los datos del cuadro 14.

Gráfica 24

Evolución de la tasa de autofinanciamiento de los GI, 1983-1994



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 15.

Cuadro 16

Tasa de autofinanciamiento promedio de los GI, 1983-1988 y 1989-1994

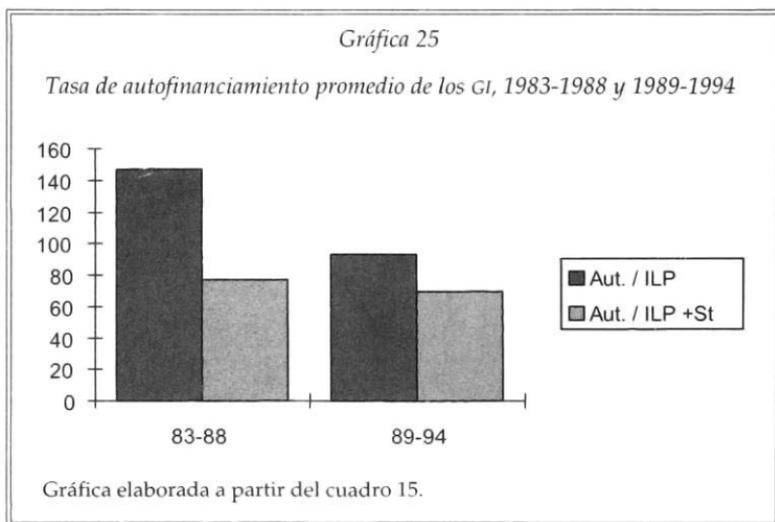
	(1983-1988)	(1989-1994)
Autof./ILP	146.6	93.2
Autof./ILP + stocks	76.9	69.5

Cuadro elaborado a partir de la información concerniente a la muestra de GI.

La tasa de autofinanciamiento promedio de la inversión a largo plazo de los GI disminuye, en efecto, de un promedio de 146.6% en el periodo 1983-1988 a 93.2% en el periodo 1989-1994.

§3. EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA DEL BALANCE DE LOS GRUPOS INDUSTRIALES MEXICANOS

En este apartado examinaremos la evolución del activo (recursos) del balance de los GI (A), la evolución del pasivo (obligaciones) (B) y diferentes radios de endeudamiento (C).



A. Evolución de la estructura del activo del balance de los grupos industriales

En el cuadro 17 y la gráfica 26 observamos la evolución del activo del balance de la muestra de grupos industriales.

En el periodo 1983-1988 se observan las modificaciones siguientes: *las disponibilidades e inversiones a corto plazo aumentan su participación en la estructura de activos de 5.1% en 1983 a 17.3% en 1988. Su promedio en el periodo es de 11.3%. El crédito a clientes tiene una participación estable, en promedio igual a 6.4%. Los stocks aumentan ligeramente en el periodo y tienen una participación promedio de 9.2%. Las inmovilizaciones corporales (instalaciones, equipo y herramientas) tienen una participación estable que alcanza en promedio 62.9%. La participación de los "otros activos a largo plazo" (activos financieros a largo plazo e inmovilizaciones incorpóreas), disminuye de 13.8% en 1983 a 5.2% en 1988 y representa en promedio 8.1% del total de activos.*

En el periodo 1989-1994 los diferentes rubros del activo evolucionaron de la manera siguiente: *las disponibilidades en inversiones*

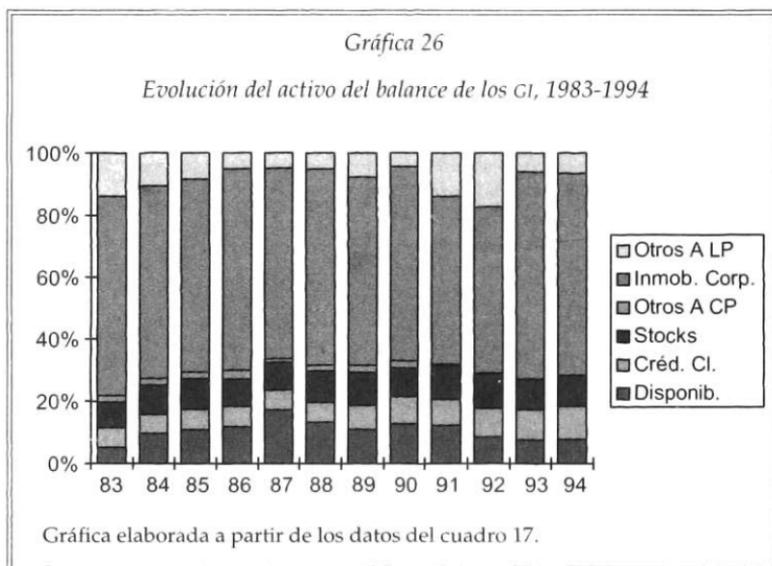
EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

Cuadro 17

Evolución del balance de los grupos industriales, 1983-1994

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Total activo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Disp. e inv. a CP	5.1	9.7	10.9	11.7	17.3	13.1	10.8	12.8	12.2	8.4	7.5	7.7
Crédito clientes	6.4	6.2	6.6	6.6	6.4	6.4	7.8	8.6	8.4	9.4	9.8	10.8
Stocks	8.2	9.3	9.9	8.9	8.8	10.2	10.6	9.3	10.7	10.9	9.6	9.7
Otros	2.3	2.2	2.1	2.7	1.3	1.9	2.5	2.3	0.5	0.2	0.2	0.2
Inmob. corporales	64.2	62.0	62.0	64.8	61.2	63.2	60.4	62.5	54.4	53.7	66.7	65.1
Otros activos LP	13.8	10.6	8.5	5.3	5.0	5.2	7.9	4.5	13.8	17.4	6.2	6.5
Total pasivo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Créditos banc. CP	15.6	13.7	17.4	22.3	31.2	5.8	11.7	13.0	14.3	16.3	11.4	15.7
Cr. proveedores	4.4	4.1	3.8	3.7	4.3	3.0	3.7	3.9	3.8	4.1	3.9	4.4
Otros PCP	1.3	4.7	7.0	6.3	9.0	5.1	5.0	5.7	10.6	5.4	4.9	4.6
Créditos banc. LP	39.7	34.2	31.7	32.5	15.0	18.1	8.0	10.0	15.6	20.3	22.5	23.3
Otros P LP	13.3	13.5	8.4	8.1	0.7	1.6	1.8	1.9	1.6	2.9	3.4	3.2
Capitales propios	25.7	29.8	31.7	27.1	39.8	66.4	69.8	65.5	54.1	51.0	53.9	48.8

Cuadro elaborado a partir de la información presentada en *Compendio Accival, 1982-1988*, Accival, México, 1989, para el periodo 1983-1990, y *Compendio Accival, 1986-1990*, Accival, México, 1992, para el periodo 1991-1994. Información presentada por la Bolsa Mexicana de Valores.



a corto plazo disminuyeron su participación promedio a 8.5%; la del crédito a clientes aumentó y tuvo un promedio de 7.8% en el periodo; los stocks mantienen una participación estable con 8.7% en el periodo.

Las inmovilizaciones corporales presentan una participación promedio en el activo del balance igual a 60.5% en el periodo y una participación máxima de 66.7% en 1993. El rubro "otros activos a largo plazo", que refleja la actividad de toma de participaciones y, en general, de crecimiento externo, presenta una participación promedio en el periodo de 9.4%, similar a la del anterior. Sin embargo, en 1991 y 1992 se observó un aumento importante de ese rubro, que alcanzó respectivamente en esos años, 13.8 y 17.4% del total de activos.

La actividad de crecimiento externo mediante adquisiciones y fusiones traduce el objetivo de los GI de reforzar su posición en el mercado. Así, por ejemplo, mencionaremos la asociación del grupo Visa con el grupo Bancomer con objeto de reforzar su posición en la rama de telecomunicaciones, así como la adquisición de Anchor

Glass por Vitro, a fin de reforzar su posición en el mercado americano de la producción y comercialización de vidrio (Vidal, 1992).

B. Evolución de la estructura del pasivo del balance de los grupos industriales

En el análisis de la estructura del pasivo de los GI distinguiremos: los capitales propios, los otros pasivos a largo plazo, los créditos bancarios a largo y a corto plazo, los otros recursos a corto plazo y los créditos a proveedores.

El cuadro 17 y la gráfica 27 muestran la evolución de la estructura del pasivo del balance de los GI de la muestra.

Observamos que en el periodo 1983-1988, los capitales propios crecieron de manera importante y regular. Su participación en el total del balance aumenta de 25.7% en 1983 a 66.4% en 1988, y tiene un promedio de 36.8% en este periodo. Los otros pasivos a largo plazo, representativos de la emisión de obligaciones, disminuyen a lo largo de este periodo y tienen una participación promedio de 7.6 por ciento.

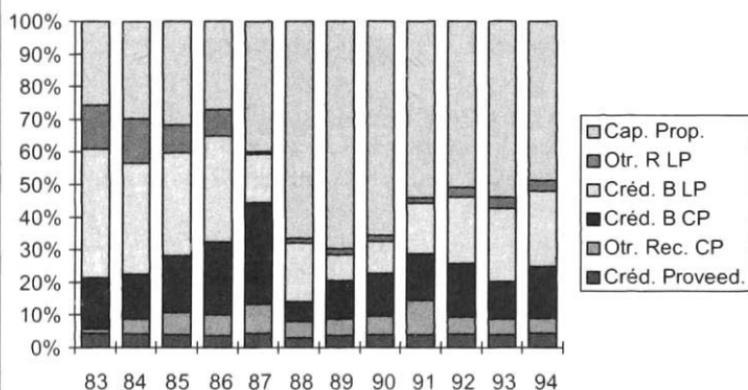
El crédito bancario a largo plazo disminuye también en el periodo y tiene una participación promedio de 28.5 por ciento.

Los otros pasivos a corto plazo, representativos de la emisión de billetes de tesorería, tienen una participación promedio de 5.6% en ese periodo. Aumentan hasta 1987, cuando tienen una participación máxima de 9.0%, para disminuir en 1988. El crédito a proveedores disminuye en el periodo y tiene una participación promedio de 3.9%.

El crédito bancario a corto plazo disminuye también su participación en el periodo y representa en promedio 17.7% del total de las obligaciones de los grupos industriales.

Gráfica 27

Evolución del pasivo del balance de los grupos industriales, 1983-1994



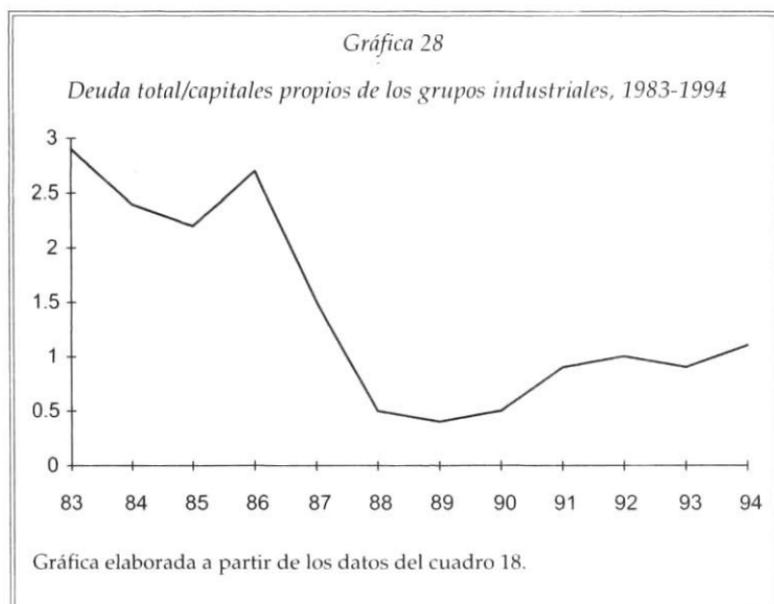
Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 17.

En el periodo 1989-1994 los diferentes rubros del pasivo del balance de los GI evolucionaron de la manera siguiente:

Los capitales propios tienen una participación creciente hasta 1989, y disminuyen a partir de 1990 y hasta 1994. Su participación promedio en este periodo es de 57.2%. Los otros pasivos a largo plazo aumentan ligeramente y tienen una baja participación promedio de 2.5 por ciento.

El crédito bancario a largo plazo, después de disminuir fuertemente en 1989 y 1990, crece de manera notable a partir de 1991 y hasta 1994. Su participación promedio en el periodo fue de 16.6 por ciento.

Los otros pasivos a corto plazo crecen hasta 1991, cuando representan 10.6% del activo y disminuyen después hasta 1994. Su participación promedio en el periodo es de 6.0%. El crédito a proveedores aumenta ligeramente en el periodo y tiene una participación promedio de 4.0%. El crédito bancario a corto plazo disminuye su participación promedio en el periodo para situarse en 13.7 por ciento.



C. Análisis de radios de endeudamiento de los grupos industriales, 1983-1994

Para analizar la evolución del endeudamiento de los GI, utilizaremos tres diferentes radios: deuda/capitales propios, deuda bancaria a corto y largo plazo/total del balance y deuda bancaria a largo plazo/total deuda bancaria. El cuadro 18 muestra la evolución de esos radios.

De manera general, se observa una disminución del endeudamiento de los GI de la muestra, y después al contrario, una progresión del endeudamiento que se manifiesta a partir de 1991 y que se intensifica desde 1992.

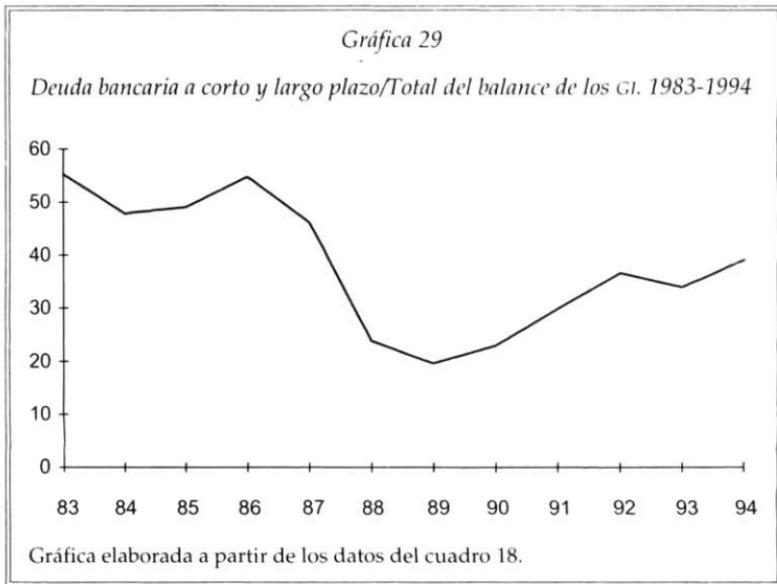
El *radio deuda/capitales propios* (gráfica 28) muestra, en efecto, una reducción del endeudamiento y una progresión de los capitales propios a lo largo del periodo 1983-1988 y hasta 1990. *A partir de 1991 este radio progresa, para alcanzar 1.1 veces en 1994.* Su promedio

Cuadro 18

Radios de endeudamiento de los Grupos Industriales

	(1982)	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)
<u>Deudas totales (X)</u> <u>Fondos propios</u>	3.8	2.9	2.4	2.2	2.7	1.5	0.5	0.4	0.5	0.9	1.0	0.9	1.1
<u>D. banc. CP + LP</u> <u>Total balance</u>	66.7	55.3	47.9	49.1	54.8	46.2	23.9	19.7	23.0	29.9	36.6	33.9	39.0
<u>Deudas banc. LP</u> <u>Total deudas banc.</u>	57.0	71.8	71.4	64.6	59.3	32.5	75.7	40.4	43.5	52.2	55.5	66.4	59.7

Cuadro elaborado a partir de los datos del cuadro 18.



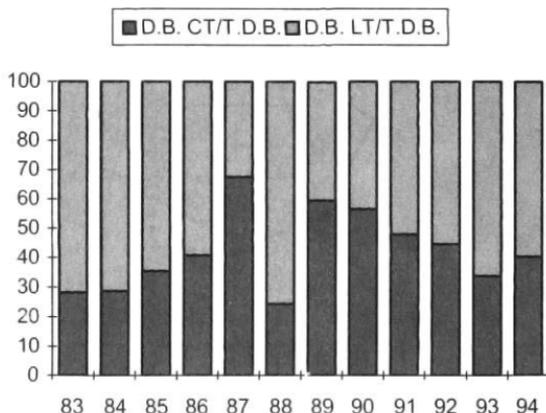
en los periodos 1983-1988 y 1989-1994 fue, respectivamente, de 2 y de 0.8 veces.

La gráfica 29 muestra que *la participación del crédito bancario en el total del balance de los GI disminuye a lo largo del periodo 1983-1988 y, al contrario, que aumenta de manera constante en el periodo 1989-1994. En este último año representa 39.0% del balance. Se concluye que el financiamiento de la modernización y de la reestructuración organizacional de los GI en el periodo 1989-1994 se realizó principalmente mediante el crédito bancario. La participación promedio de éste en el total del balance en los dos periodos estudiados, 1983-1988 y 1989-1994, fue respectivamente, de 46.2 y de 30.4 por ciento.*

La gráfica 30 presenta la evolución de *la estructura de la deuda bancaria de los GI. La participación promedio de las deudas a largo plazo en el total de deudas de origen bancario, en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, fue respectivamente de 61.8 y de 53.0%. Estos promedios ocultan, sin embargo, la progresión significativa de las deudas a largo plazo a partir de 1992 y hasta 1994, años en los*

Gráfica 30

Evolución de la estructura de la deuda bancaria de los GI, 1983-1994



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 18.

que las deudas a largo plazo representaron respectivamente, 55.5 y 59.7 por ciento.

§4. OBSERVACIONES SOBRE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LOS GRUPOS INDUSTRIALES

- 1) El tablero de financiamiento de los GI muestra, en cuanto a los empleos (activos), que en el periodo 1989-1994 hubo un aumento de las inversiones a largo plazo (inmovilizaciones corporales e incorpóreas), que obedece en gran parte a la intensificación de la actividad de crecimiento externo de los GI. Por otra parte, las disponibilidades e inversiones a corto plazo tienen una participación mínima en este periodo, mientras que en 1983-1988 fue muy importante.
- 2) El tablero de financiamiento muestra que las principales fuentes de financiamiento en el periodo 1989-1994, durante el

cual progresó la actividad económica, fueron el autofinanciamiento y el crédito bancario. *La progresión de la inversión a largo plazo de los GI fue financiada entonces, principalmente, mediante crédito bancario y recursos de autofinanciamiento.* Se observa también en este periodo una *mayor participación de los aumentos de capital.*

- 3) *Los otros recursos (constituidos en gran parte por el producto de las cesiones de activos) progresan en 1993 y 1994, lo que se explica por el proceso de concentración de la actividad de los GI en sus actividades principales, y es también consecuencia de una variante en su estrategia de financiamiento que consistió en la venta de activos a los capitales extranjeros.*
- 4) *La tasa de autofinanciamiento de la inversión a largo plazo disminuye a partir de 1990, principalmente en razón de la progresión de la inversión.*
- 5) *El análisis del activo del balance de los GI muestra una progresión de las inmovilizaciones incorpóreas en 1991 y 1992, y de las inmovilizaciones corporales en 1993 y 1994. Esto traduce la estrategia de inversión de los GI en el periodo 1989-1994, que privilegiaron la inversión de reemplazo y de productividad (patentes, personal calificado) a la inversión de extensión de capacidad o de introducción de productos nuevos. Como lo señala Vidal, "desde finales de 1989 hasta 1994, el signo predominante en la inversión (de los GI) es la racionalización y no el aumento de la capacidad productiva" (Vidal, 1992). Esta evolución de la inversión de los GI parece coherente con el movimiento de reestructuración de la base tecnológica industrial, que se manifestó desde finales de los ochenta y se explicaría por el deseo de los GI de adaptarse a un ambiente más competitivo.*
- 6) *El ratio endeudamiento/capitales propios de los GI aumenta a partir de 1991 y hasta 1994.*
- 7) *Las participaciones del endeudamiento bancario en el total del balance, y de la deuda a largo plazo en el total del endeudamiento bancario, progresan de manera significativa a partir de 1991.*
- 8) *Los otros pasivos a largo plazo aumentan a partir de 1992 hasta 1994. La actividad de emisión de obligaciones retoma entonces cierta fuerza al final del periodo.*

- 9) La emisión de billetes de tesorería (papel comercial) por los grupos industriales es poco significativa y se mantiene relativamente estable en los dos periodos estudiados.

SECCIÓN IV

ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES EN MÉXICO, SEGÚN SU TAMAÑO

Hemos observado a lo largo de este capítulo que las empresas industriales en México tuvieron comportamientos financieros radicalmente diferentes en los periodos 1983-1988 y 1989-1994. Esta modificación en su comportamiento obedeció a cambios importantes en los indicadores fundamentales de la economía. Las consecuencias de estos cambios en la estructura financiera de las empresas son, sin embargo, diferentes según el tamaño de la empresa. Esto se explica por la desigualdad en las posibilidades de acceso a las diferentes fuentes de financiamiento. La utilización del criterio del tamaño en el análisis de la estructura financiera de las empresas industriales permite tomar en cuenta límites técnicos al acceso a los mercados financieros y de condiciones de financiamiento privilegiadas.

La referencia al criterio de tamaño en el estudio del comportamiento financiero de las empresas industriales mexicanas nos permite hacer las observaciones siguientes:

- 1) *El análisis de la estructura del flujo de recursos de financiamiento muestra que la participación del autofinanciamiento está ligada inversamente al tamaño de la empresa.* En efecto, el autofinanciamiento representa en promedio, en los periodos estudiados (1980-1990 para las MPME, y 1983-1994 para las GE y los GI), respectivamente para estos tamaños de empresa, 64.7, 40.6 y 34.1% del flujo de recursos (véase cuadro 19).
- 2) *La participación del crédito bancario en el flujo de recursos, al contrario, aumenta con el tamaño de la empresa, pues representa en*

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

Cuadro 19						
Estructura de recursos del tablero de financiamiento de las empresas industriales mexicanas según su tamaño						
	MPME					
	(1980)		(1985)		(1990)	
Autofin.	71.0		55.4		67.7	
Crédito banc.	12.1		12.6		13.4	
Otros rec.	16.9		32.0		18.9	
	(1983-1988)		(1989-1991)		(1992-1994)	
	GE	GI	GE	GI	GE	GI
Autofin.	37.2	25.0	48.8	51.3	39.3	35.0
Cred. banc.	11.7	21.2	15.8	29.1	25.6	35.4
O. rec.	51.1	53.8	35.4	19.6	35.1	29.5

Los "otros recursos" abarcan, en el caso de las MPME, los provenientes de instituciones financieras gubernamentales y no bancarias y cooperativas; en el caso de los GE y de los GI los recursos obtenidos mediante la emisión de acciones y de obligaciones, los billetes de tesorería y el crédito a proveedores, esencialmente.

promedio, para las MPME, GE y GI, respectivamente, 12.7, 16.3 y 26.7% del flujo de recursos. Se ha podido constatar, en efecto, una concentración del crédito bancario en las GE y los GI, en perjuicio de las MPME (cuadro 19).

- 3) En los períodos en que la actividad económica es significativa, el crédito bancario constituye la fuente de financiamiento externa más importante en los diferentes tamaños de empresa. Así, el crédito bancario representó en proporción de los recursos de origen externo, para las MPME (período 1985-1990) y para las GE y los GI (período 1989-1994), respectivamente, 34.9, 37.5 y 56.7 por ciento.
- 4) Se observa entonces, para las empresas mexicanas, una relación directa entre la utilización de crédito bancario y el tamaño de las empresas, contrariamente a la que existe en países más desarrollados, como Francia y Alemania, en los que la utilización de crédito bancario es más importante en las PME que en las

GE (Bourdieu, Colin, 1993; Sedillot, Bofinger, 1992). En esos países la menor utilización de crédito bancario por las GE se explica por la posibilidad de acceder a otras fuentes de financiamiento (emisión de obligaciones, préstamos de sociedades aparentadas, mercados exteriores, etc.). La relación directa entre la utilización de crédito bancario y el tamaño de la empresa que se observa en México *pone en evidencia un acceso restringido al crédito bancario para las micro, pequeñas y medianas empresas*. Respecto a esta restricción del crédito a las MPME, haremos algunas observaciones:

- a) *Esta restricción se explica por la relación inversa entre el tamaño y el riesgo de la empresa*. Efectivamente, las GE y los GI, gracias a su dimensión y a la diversificación de sus actividades, aportan a sus acreedores garantías en apoyo a sus demandas de financiamiento, pero también una más grande certidumbre respecto a sus ingresos futuros.
- b) *La restricción del acceso al crédito bancario para las MPME se manifiesta tanto en una limitación cuantitativa como en un costo elevado*. La teoría de la agencia aporta una explicación a este último elemento: la toma en cuenta del riesgo por los acreedores se traduce en *costos de agencia particularmente elevados* para este tipo de empresas. Los bancos no disponen, en efecto, de medios de control ex-ante de los proyectos de inversión de las MPME y están obligados, en consecuencia, a implementar procedimientos de control costosos.
- c) *La restricción del crédito a las MPME se explica por la toma en cuenta de la asimetría de información, lo que conduce a los bancos a adoptar un comportamiento de racionamiento del crédito*. En efecto, Stiglitz y Weiss (1981) mostraron que la elevación de la tasa de interés y de las condiciones de otorgamiento del crédito aumentan el riesgo del portafolio de préstamos de los bancos, sea al provocar la salida de los prestatarios seguros, sea al inducir a los prestatarios a invertir en proyectos más arriesgados. El aumento de la tasa de interés disminuye así el beneficio de los bancos. En consecuencia, no es rentable para éstos aumentar la tasa de interés

<i>Cuadro 20</i>				
<i>Evolución de la tasa de autofinanciamiento de la inversión a largo plazo de las empresas según su tamaño</i>				
	<i>(1980)</i>	<i>(1985)</i>	<i>(1990)</i>	
MPME	71.0	55.4	67.7	
	<i>(1983-1988)</i>	<i>(1989-1994)</i>	<i>(1989-1991)</i>	<i>(1992-1994)</i>
GE	164.8	60.9	71.8	50.1
GI	146.6	93.2	139.9	46.5

Las inversiones a largo plazo abarcan, en el caso de las MPME, las inmobilizaciones corporales (instalaciones y equipo), en el caso de las GE y de los GI, las inmobilizaciones corporales e incorporeales (licencias y patentes).

cuando hay un exceso de demanda de crédito. En lugar de eso, los bancos rehúsan prestar a ciertos demandantes y un equilibrio de racionamiento se establece en el mercado de crédito. Ese racionamiento es particularmente fuerte para los clientes considerados de alto riesgo, en este caso las micro, pequeñas y medianas empresas.

d) Como consecuencia de la restricción del crédito a las MPME, el financiamiento interno ha tomado mayor importancia para estas empresas. Como lo señala M. Aglietta, "si el crédito bancario no es suficiente [las empresas] se ven obligadas a replegarse sobre el autofinanciamiento, cuya tasa aumenta como consecuencia de la carencia de bancos" (Aglietta, 1995).

5) La evolución de la tasa de autofinanciamiento de la inversión a largo plazo según el tamaño de las empresas se observa en el cuadro 20. Éste nos permite establecer algunas observaciones:

a) En el periodo 1983-1988, en el que la actividad de inversión fue muy reducida, esa tasa aumenta con el tamaño de la empresa. En cambio, si comparamos la tasa corres-

Cuadro 21

*Endeudamiento/total del balance y crédito bancario/endeudamiento
de las grandes empresas y de los grupos industriales (1983-1988, 1989-1994, 1989-1991 y 1992-1994)*

	(1983-1988)		(1989-1994)		(1989-1991)		(1992-1994)	
	GE	GI	GE	GI	GE	GI	GE	GI
Deuda/total balance	40.0	63.3	36.3	42.8	31.7	37.0	41.0	48.7
Créd. banc./total deuda	63.9	72.9	59.4	70.5	55.3	66.0	63.7	75.0

pondiente a 1990 para las MPME con el promedio de 1989-1994 (en el cual la actividad económica aumentó) para las GE y GI, observamos que las MPME presentan una tasa de autofinanciamiento más importante que la de las GE. Concluimos que *la progresión de la inversión se acompaña en las GE por una progresión del financiamiento externo. Las MPME, en cambio, financian el aumento de su inversión principalmente con recursos de autofinanciamiento.*

- b) *La tasa de autofinanciamiento de la inversión a largo plazo de las GE y de los GI, muestra un importante deterioro en el periodo 1992-1994.*
- 6) El análisis de la participación del endeudamiento en el total del balance y del crédito bancario, en el total del endeudamiento (cuadro 21), muestra la *importancia de los recursos externos y del crédito bancario en el financiamiento de las GE y de los GI. Sin embargo, señalaremos lo siguiente:*
- a) *El endeudamiento de los GI es más importante que el de las GE, y la participación del crédito bancario en el total del endeudamiento es también más significativa en el caso de los GI que en el de las GE.*
- b) *Una doble evolución común puede ser, sin embargo, señalada en el periodo 1992-1994: el endeudamiento total aumenta su peso en el balance de las GE y de los GI; la participación del crédito bancario en el endeudamiento progresa de manera importante.*
- 7) La evolución del *radio deuda/capitales propios* de las empresas industriales según su tamaño se observa en el cuadro 22. A falta de información sobre las MPME, la comparación se efectúa únicamente entre GE y GI. Este radio *aumenta de manera notable a partir de 1992 y hasta 1994, y es más elevado en los GI que en las GE.*
- 8) *El radio deuda bancaria/total del balance (cuadro 23) es también más elevado en los GI que en las GE, y progresa igualmente entre 1992 y 1994.*

ANÁLISIS ESTADÍSTICO DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Cuadro 22					
Evolución del radio deuda/capitales propios de las GE y de los GI, 1983-1994					
	(1983-1988)	(1989-1994)	(1988)	(1991)	(1994)
GE	0.70	0.58	0.44	0.50	0.81
GI	2.0	0.80	0.50	0.90	1.10
	1989-1991		1992-1994		
GE	0.47		0.69		
GI	0.60		1.0		

Cuadro 23					
Evolución del radio deuda bancaria/total del balance de las GE y de los GI, 1983-1994					
	(1983-1988)	(1989-1994)	(1988)	(1991)	(1994)
GE	25.8	21.9	17.9	18.4	34.3
GI	46.2	30.4	23.9	29.9	39.0
	(1989-1991)		(1992-1994)		
GE	17.5		26.2		
GI	24.2		36.5		

- 9) El radio deuda bancaria a largo plazo/total de deuda bancaria (cuadro 24) muestra que las deudas bancarias a largo plazo son más importantes en el caso de las GE que en los GI. Observamos también que las deudas a largo plazo aumentan a partir de 1992 y hasta 1994 en esos dos tamaños de empresa. Estas empresas se encuentran, entonces, en un proceso de consolidación de su deuda bancaria desde 1992.
- 10) Una restricción en el acceso a las MPME al crédito bancario en México es puesta en evidencia por la relación directa entre el tamaño de la empresa y su utilización de crédito bancario. Ahora bien, como lo señalamos, en ciertos países desarrollados, como Francia y Alemania, caracterizados por la preponderancia del financiamiento bancario en el financiamiento externo de las empresas, el tamaño de las empresas y su utilización de cré-

<i>Cuadro 24</i>						
<i>Participación de la deuda bancaria a largo plazo en el total de deudas bancarias de las GE y de los GI, 1983-1994</i>						
	(1983-1988)	(1989-1994)	(1982)	(1988)	(1991)	(1994)
GE	74.9	55.4	66.9	59.2	44.0	65.9
GI	61.8	53.0	57.0	75.7	52.2	59.7
	1989-1991		1992-1994			
GE	49.8		61.0			
GI	45.4		60.5			

dito están ligados inversamente. Esto traduciría los límites en el acceso de las PME a los mercados financieros. Estas constataciones nos llevan a las observaciones siguientes:

- a) Vimos en el primer capítulo que el endeudamiento de las empresas se explica como una necesidad funcional frente a la debilidad de la tasa de autofinanciamiento o como resultado de un cálculo de rentabilidad. Ahora bien, la constatación de una restricción en el acceso de las MPME al crédito bancario en México conduce a pensar que las diferencias en los niveles de endeudamiento de los diferentes tamaños de empresa obedecen, principalmente, a límites en el acceso a los diferentes modos de financiamiento.
- b) Como lo señalan Bourdieu y Colin-Sédillot (1993), esos límites pueden ser interpretados como límites informacionales, es decir, límites que traducen las exigencias de movilización y de difusión de la información. Desde este punto de vista, la teoría jerárquica de Myers (1984) aparece como una teoría de límites informacionales ligados a los diferentes modos de financiamiento, más que como una teoría de las preferencias de financiamiento de las empresas. La jerarquía establecida por Myers indicaría el grado creciente en la exigencia de información ligada a las diferentes fuentes de financiamiento (autofinanciamiento < endeudamiento < emisión de acciones).

- 11) *La diferencia observada en la relación tamaño-utilización de crédito bancario entre México y los casos de Francia y Alemania mostraría que el problema de los límites informacionales ligados al financiamiento de las empresas se plantea de manera diferente según el desarrollo de la economía y, más precisamente, del sistema y de las prácticas financieras. En efecto, si se admite que el desarrollo del sistema financiero y de las prácticas financieras de las empresas, permite una reducción de los límites informacionales y, en consecuencia, de los costos de acceso a los diferentes modos de financiamiento, entonces el desarrollo aparece como determinante de la estructura financiera de las empresas y, en particular, de las características financieras de las empresas ligadas a su tamaño. Eso explicaría la diferencia de relación entre el tamaño de las empresas y su utilización de crédito bancario observada en México (relación directa) y en Francia y Alemania (relación inversa). Por otra parte, la disminución de los límites informacionales consecutiva al desarrollo de las prácticas financieras permitiría la progresión del financiamiento de las GE y de los GI mediante los mercados financieros, y también un mayor acceso de las MPME al crédito bancario.*
- 12) *Finalmente, es evidente que la relación directa entre el tamaño de la empresa y el acceso al crédito bancario en México favorece la concentración industrial. Puesto que el financiamiento bancario es un elemento determinante de la competitividad de las empresas, su concentración en las GE se acompaña, efectivamente, del dominio de los diferentes mercados, reduciendo en consecuencia la participación de las pequeñas y medianas empresas.*

CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

La actividad productiva de las empresas mexicanas y su comportamiento financiero en el periodo 1983-1994 estuvieron marcados por la evolución contrastada de la actividad económica y por la instauración de un nuevo modelo de industrialización basado en la promoción de las exportaciones. En efecto, mientras que en el periodo 1983-1988 las empresas tuvieron una tasa de autofinanciamiento en progresión y una tasa de endeudamiento elevada, pero

en rápida disminución, en el periodo 1989-1994 la tasa declina al tiempo que su endeudamiento aumenta.

Entre las diferentes observaciones que efectuamos a lo largo de este capítulo sobre el comportamiento financiero de las empresas industriales en México, *retendremos que su reducida tasa de autofinanciamiento implica la necesidad de recurrir al endeudamiento, que su principal fuente de financiamiento externo es el crédito bancario y que los financiamientos directos no han alcanzado un nivel significativo a pesar de su progresión en el periodo reciente.*

También subrayaremos que la progresión de la inversión se acompaña de *un comportamiento financiero diferente, según el tamaño de las empresas.* Las MPME aumentan su autofinanciamiento, mientras que las GE y los GI aumentan su endeudamiento, principalmente el bancario. Esto se traduce en *una relación directa entre la utilización de crédito bancario y el tamaño de las empresas, que pone en evidencia la restricción del acceso de las MPME mexicanas al crédito bancario.*

Esta constatación permite interpretar la diferencia en el nivel de endeudamiento de los diferentes tamaños de empresas, más que como necesidad funcional ante su reducida tasa de autofinanciamiento o como resultado de un cálculo de rentabilidad, como la consecuencia de límites en el acceso a los recursos de financiamiento. Ahora bien, esos límites pueden ser interpretados como *límites informacionales.* Esta interpretación y la constatación de que en México hay una relación directa entre el tamaño de las empresas y su nivel de endeudamiento, mientras que en países desarrollados (Francia, Alemania) esta relación es inversa, nos conducen a subrayar la importancia del *nivel de desarrollo del sistema financiero* (como consecuencia de su influencia sobre la intensidad de esos límites informacionales) en tanto *factor determinante de las características específicas de la estructura de financiamiento de cada tamaño de empresa.* Debe subrayarse también que la relación directa entre tamaño y acceso al crédito bancario en México *favorece la concentración industrial.*

También confirmamos, al final del periodo estudiado (1994), como consecuencia de la restricción del acceso de las MPME al crédito bancario, dos posiciones generales radicalmente distintas de las empresas industriales mexicanas: por una parte, las GE y los GI pre-

sentan tasas elevadas de endeudamiento, por otra, a falta de apoyo de parte de los bancos, las MPME industriales han estado obligadas a replegarse sobre el autofinanciamiento. La tasa de autofinanciamiento de este último tamaño de empresas aumenta hacia el final del periodo, lo que traduce la limitación que la restricción del crédito impone a su actividad de inversión. Dada la importancia de las MPME en la economía mexicana, esto afecta significativamente la actividad económica global. *El estudio del comportamiento financiero de las empresas según el tipo de industria al que pertenecen mostró que su utilización de crédito bancario está ligada directamente a la importancia de la participación teórica de las inmobilizaciones corporales en el balance de las empresas (es decir, $II > IE > IC$).*

CONCLUSIÓN DE LA PRIMERA PARTE

El estudio del endeudamiento bancario de las empresas industriales en México muestra que la evolución contrastada del ambiente económico, en el periodo estudiado (1983-1994), influyó fuertemente en su comportamiento financiero.

Así, el análisis de las causas del endeudamiento de las empresas en México, en lo macroeconómico, mostró que mientras en el periodo 1983-1988 los factores ligados a la búsqueda de rentabilidad (efecto de apalancamiento, inflación y fiscalidad) desempeñaron un papel predominante en el endeudamiento de las empresas, en el periodo 1989-1994 la disminución de la tasa de autofinanciamiento constituyó, en cambio, el principal factor explicativo de su endeudamiento.

Las causas de endeudamiento de orden microeconómico que examinamos aquí, parecen tener una influencia en la decisión de endeudamiento menos dependiente de la evolución de la actividad económica, puesto que están ligadas a los conflictos internos de la empresa y a la asimetría de información de los agentes que participan en ella.

La toma en cuenta de los costos de agencia y de la asimetría de información permite, sobre todo, explicar las diferencias en la estructura de financiamiento de empresas de distinto tamaño. Esto

mediante la interpretación de los límites en el acceso a los recursos de financiamiento en tanto límites informacionales.

En efecto, el estudio de la estructura financiera de las empresas industriales mexicanas, según su tamaño, evidenció dos características principales: primera, la preponderancia del crédito bancario entre sus fuentes de financiamiento externo, lo que permite verificar el primer nivel de endeudamiento constitutivo de una economía de endeudamiento en México. Segunda: la existencia de una relación directa entre el tamaño y la participación del crédito bancario en la estructura de financiamiento de las empresas industriales mexicanas, lo que demuestra la restricción del acceso de las MPME al crédito bancario en México.

Así explicamos el endeudamiento de las empresas como consecuencia de la debilidad de su tasa de autofinanciamiento y de su búsqueda de rentabilidad. En cuanto a las características específicas del comportamiento financiero de las empresas industriales según su tamaño, éstas se explican como consecuencia de los límites en el acceso a los diferentes medios de financiamiento.

Existen, entonces, diferentes elementos cuya evaluación conjunta funda el endeudamiento bancario de las empresas. Si bien su importancia está ligada al tamaño de la empresa y al tipo de industria al que pertenece, el crédito bancario constituye en todos los casos la principal fuente de financiamiento externo de las empresas mexicanas. Por ello es importante estudiar las principales características de la oferta de crédito bancario en México.

Segunda parte

La oferta de crédito bancario en México

EL ESTUDIO DEL COMPORTAMIENTO de endeudamiento de las empresas industriales mexicanas mostró la importancia del crédito bancario en su estructura de financiamiento. El papel de los bancos mexicanos en el periodo estudiado fue entonces fundamental. Por eso es importante conocer el mecanismo de la oferta de crédito del sistema bancario y la evolución de la distribución de crédito de los bancos.

El estudio de la importancia del endeudamiento de los bancos ante el banco central —segundo nivel de endeudamiento característico de una economía de endeudamiento—, que emprenderemos en esta segunda parte, está en el centro del análisis del mecanismo de oferta de crédito del sistema bancario. Aquí se plantea la cuestión de la proximidad del funcionamiento del sistema financiero mexicano respecto al de una economía de endeudamiento, lo cual constituye la hipótesis central de este libro. La distinción economía de endeudamiento—economía de mercados financieros sirve así como instrumento de análisis del sistema financiero mexicano.

En cuanto a la evolución de la distribución de crédito bancario al sector industrial, ésta se aprecia mejor en el marco global de la evolución de las actividades bancarias, sintetizadas en la información de los balances bancarios.

En esta segunda parte estudiaremos primero la lógica y los factores limitativos de la oferta de crédito en México (capítulo III) y, enseguida, realizaremos un análisis estadístico del financiamiento del sector industrial (capítulo IV).

Capítulo 3

Lógica y factores limitativos de la oferta de crédito bancario en México

PROPUSIMOS COMO HIPÓTESIS CENTRAL que el funcionamiento del sistema financiero mexicano es similar al de una economía de endeudamiento. Ahora bien, este tipo de sistema se define por un doble nivel de endeudamiento: endeudamiento de las empresas ante los bancos y de los bancos ante el banco central. *En la primera parte verificamos en México el primer nivel de endeudamiento. En este capítulo estudiaremos la importancia del endeudamiento de los bancos mexicanos ante el banco central. Esto nos permitirá saber si la economía mexicana es una economía de endeudamiento.*

Ahora nos preguntamos cuáles son los diferentes elementos que contribuyen al equilibrio de los balances bancarios en México. Estudiaremos, entonces, los factores autónomos de la liquidez bancaria, la utilización del endeudamiento externo de los bancos mexicanos y la incidencia de las disposiciones de la política monetaria y presupuestal sobre el comportamiento de refinanciamiento de los bancos ante el banco central.

Puesto que las disposiciones de la política monetaria reflejan un análisis de la oferta de crédito fundado en el mecanismo del multiplicador del crédito, examinaremos la pertinencia de este análisis respecto al tipo particular de articulación de los sectores real y financiero de la economía en México, lo que nos permitirá aportar elementos de respuesta a dos cuestiones: ¿cuáles son las perspectivas de evolución del papel del banco central? y ¿qué incidencia tiene el endeudamiento externo de los bancos comerciales en el funcionamiento del sistema financiero?

Ahora bien, los bancos son los únicos intermediarios financieros capaces de crear medios de financiamiento, lo que permite a la acumulación del capital liberarse de la formación del ahorro. En efecto, desde un punto de vista macroeconómico, el crédito permite la inversión que conduce a la formación del ahorro. En este esquema, en consecuencia, todo proyecto rentable debería disponer de los medios necesarios para su realización. Sin embargo, puede constatar que la oferta de crédito es sistemáticamente insuficiente para satisfacer las necesidades de financiamiento de la economía.

Nos preguntamos, entonces, cuáles son los factores que limitan la oferta de crédito de los bancos. A este respecto estudiaremos la incidencia de la política monetaria sobre la oferta de crédito y, por otro lado, del riesgo de crédito y de la asimetría de información que llevan a los bancos a adoptar un comportamiento de racionamiento del crédito.

Puesto que en un sistema *financiero de economía de endeudamiento* la oferta de crédito se funda en el mecanismo del divisor del crédito, mismo que no es tomado en cuenta en los análisis del funcionamiento del sistema bancario en México, consideramos necesario, desde la perspectiva de nuestra hipótesis central y con el fin de llegar al análisis de la oferta de crédito en México, efectuar previamente la *presentación de las bases de la creación monetaria*, a las cuales llamaremos aquí “las condiciones permisivas de la oferta de crédito bancario”.

Estudiaremos, sucesivamente, las condiciones permisivas de la oferta de crédito de los bancos (Sección I), el papel del banco central y la oferta de crédito en México (Sección II) y los factores limitativos de la oferta de crédito bancario (Sección III).

SECCIÓN I

LAS CONDICIONES PERMISIVAS DE LA OFERTA DE CRÉDITO BANCARIO

Para que haya distribución de crédito bancario, es necesaria una demanda de crédito. Desde este punto de vista, el factor que ori-

gina la oferta de crédito bancario es la demanda de medios de financiamiento del público. La oferta de crédito de los bancos está, sin embargo, sometida a dos condiciones permisivas: la disponibilidad de moneda central (liquidez bancaria) y la rentabilidad.

La primera de estas condiciones cobra sentido en el marco de un sistema bancario jerarquizado en el que la autoridad del banco central se impone a los bancos de segundo rango y conduce a dos lógicas opuestas de la oferta de crédito: la del multiplicador y la del divisor de crédito. La segunda condición es más general, en el sentido de que concierne a la exigencia de rentabilidad de toda empresa privada. Sin embargo, esta condición se manifiesta en un comportamiento de margen específico al sistema bancario.

Examinaremos primero el papel de la liquidez bancaria en la oferta de crédito de los bancos (§1) y, enseguida, estudiaremos cómo la exigencia de rentabilidad de los bancos se traduce en un comportamiento de margen (§2).

*§1. PAPEL DE LA LIQUIDEZ BANCARIA
EN LA OFERTA DE CRÉDITO DE LOS BANCOS*

Para estudiar el papel que desempeña la liquidez bancaria en la capacidad de oferta de crédito de los bancos, nos situaremos a nivel del funcionamiento global del sistema bancario, en el que puede apreciarse mejor el proceso de creación monetaria de los bancos. Ahora bien, ya que la liquidez bancaria abarca las disponibilidades de moneda central de los bancos comerciales, su análisis, en tanto factor permisivo de la distribución de crédito, sólo tiene sentido en el marco de un sistema bancario jerarquizado. Sin embargo, referirnos a los sistemas teóricos de banco único y de bancos múltiples nos permitirá comprender mejor la importancia del papel de la liquidez bancaria en la distribución de crédito.

Estudiaremos, entonces, la distribución de crédito del sistema bancario en el caso de un sistema de banco único (A), enseguida, en el seno de un sistema de bancos múltiples (B) y, finalmente, en el marco de un sistema bancario jerarquizado (C).

A. El caso de un sistema de banco único

En un sistema en el que existe un sólo banco dotado del privilegio exclusivo de emitir una moneda bancaria, el dinero es creado cuando el banco adquiere activos provenientes del público. La variación del monto de los activos adquiridos por el banco y la variación del dinero creado son idénticas. Puede verse que la creación monetaria consiste en un acto doble mediante el cual un préstamo bancario no constituye la transferencia de un depósito preexistente, sino la formación de un nuevo depósito. Los créditos crean los depósitos y la causalidad activo hacia pasivo es perfectamente clara.

Señalaremos también que en este sistema todos los créditos otorgados constituirían un depósito en el mismo banco, por lo que en este caso no existiría el problema de equilibrio del sistema. En efecto, en este esquema el sistema bancario no está sometido a una "fuga" similar a la que resultaría de la necesidad de convertir su moneda en otra que no puede crear. La creación de dinero y, en consecuencia, el crédito distribuido, dependerá de la facilidad con que el sistema bancario responda a la demanda de los clientes. La distribución de créditos es infinita en este sistema, y puede renovar indefinidamente sus créditos, puesto que no hay competencia entre bancos. Esta última está, en cambio, necesariamente presente en un sistema de bancos múltiples.

B. El caso de un sistema de bancos múltiples

Un sistema bancario en el que coexisten por lo menos dos bancos, implica compartir los mercados de crédito y de depósitos. La parte del mercado en la colecta de depósitos es determinante en la importancia de las fugas que sufrirán los bancos como consecuencia de su actividad de distribución de crédito. Esta última provoca, en efecto, pagos en los otros bancos. Para asegurarse del equilibrio de su balance, los bancos se encuentran obligados a refinanciarse en el compartimiento interbancario del mercado monetario. Los bancos recurrirán a éste después de haber realizado operaciones

		Banco 1			Banco 2			Banco 3			
Activo		Pasivo			Activo			Pasivo			
Crédito	90	Depósitos	90	Crédito	100	Depósitos	60	Crédito	60	Depósitos	100
Títulos	10	Títulos emitidos	10			Rf.	40	Rf.	40		
Total	100	Total	100	Total	100	Total	100	Total	100	Total	100

de compensación entre ellos, es decir, después de la anulación de préstamos y deudas mutuos.

Si consideramos ahora un sistema de tres bancos, estableceremos el *equilibrio de este sistema de la manera siguiente*: el banco B1 equilibra sus operaciones; el B2 obtiene un monto de depósitos inferior al de los créditos que distribuye; y para que el sistema esté en equilibrio, el banco B3 debe presentar en su balance un excedente de depósitos respecto a los créditos distribuidos.

El mercado interbancario permite entonces equilibrar los balances de los bancos mediante operaciones de refinanciamiento. El costo de éste es igual a la tasa del mercado monetario. Se observa así una disociación de las funciones bancarias: el banco B2 distribuye los créditos y el B3 colecta los depósitos (véase ilustración).

En el caso de una economía en la que el financiamiento se realiza únicamente mediante el crédito del sistema bancario, el equilibrio créditos-depósitos se realizaría gracias al refinanciamiento interbancario y no habría límites a la creación monetaria mediante el crédito. En cambio, esta condición no es suficiente en el caso de un sistema bancario jerarquizado.

C. El caso de un sistema bancario jerarquizado

En un sistema bancario jerarquizado, la autoridad de un banco, el banco central, se impone a los otros bancos, los de segundo rango, determinando así su capacidad de creación monetaria. En efecto, el banco central emite la forma última de la liquidez, la moneda central, y da así unidad al circuito de pagos, que es el único que satisface la necesidad de liquidez del sistema bancario provocada por la distribución de crédito. La creación monetaria de los bancos depende, así, de la actitud que el banco central adopta respecto a su refinanciamiento, la cual se manifiesta en dos lógicas opuestas de la oferta de crédito: la del multiplicador y la del divisor del crédito.

Primero examinaremos el papel del banco central, enseguida la relación entre la creación monetaria de los bancos y sus disponibilidades en moneda central y, finalmente, los mecanismos del multiplicador y del divisor del crédito.

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

<i>Banco Central</i>	
<i>Activo</i>	<i>Pasivo</i>
Oro y divisas	Cuentas creditoras de las instituciones financieras:
Títulos públicos	—Reservas obligatorias
Títulos privados	—Reservas libres
	Billetes
Total	Total

a) El papel del banco central

En un sistema bancario jerarquizado, el banco central presenta dos características: emite la moneda central (a.1.) y es el banco de los bancos (a.2.).

a.1) La moneda central, medio de pago último

El banco central emite la moneda central, llamada también “base monetaria”, constituida por los billetes (en poder de los bancos y del público) y por los depósitos de los bancos en el banco central. La emisión de la moneda utilizada por los bancos para efectuar pagos entre ellos constituye la función esencial del banco central. Este último es la institución que por ley o por costumbre ha impuesto a los otros bancos su deuda como medio de pago.¹ El balance de un banco central pone en evidencia, en el lado del activo, las causas de variación de la base monetaria, las cuales muestran que en un sistema bancario jerarquizado los bancos están sometidos a una limitación en su funcionamiento: deben pagar sus deudas en moneda del banco central. Estas disponibilidades en moneda central del sistema bancario constituyen la liquidez bancaria.

Si en el caso del sistema de banco único ningún principio monetario limita la distribución de crédito, en un sistema bancario jerarquizado la limitación de pago mencionada se impone a todos los

¹ Cf. J. Denizet, “*Monnaie et financement dans les années 80*”

agentes económicos, lo que significa que nadie puede pagar con su propia deuda. La moneda central, de curso forzoso, se impone a todos como el medio de pago último y permite extinguir todas las deudas. La moneda emitida por el banco central es, entonces, la forma superior y última de la liquidez.

a.2) El banco central: banco de bancos

V. Levy Garboua y J. Weymuller (1981) señalan que la característica específica del banco central es ser el banco de los bancos y adoptar respecto a ellos un comportamiento que no es el de la búsqueda de un beneficio comercial. El banco central da unidad al circuito de pagos, es el punto de paso obligado de todos los movimientos de fondos entre bancos. Todos los bancos están ligados al banco central por una cuenta corriente, todos efectúan pagos entre ellos mediante transferencias u órdenes al banco central de debitar sus cuentas en beneficio de los bancos a quienes deben.

El banco central ofrece a los creadores de dinero el servicio que éstos proveen a su clientela: al hacer admitir su moneda como medio de pago indiscutible, el banco central permite a los bancos pagar sus deudas entre ellos tan cómodamente como lo hacen las empresas que tienen su cuenta en el mismo banco.

b) Creación monetaria de los bancos y moneda central

En un sistema bancario jerarquizado un problema esencial de tesorería se impone a los bancos: su capacidad de distribución de crédito está limitada por sus disponibilidades de moneda central y, en consecuencia, por la actitud del banco central respecto a su financiamiento.

Como lo señala A. Chaineau: la creación monetaria del sistema bancario es una función de la creación monetaria del banco central, porque la actividad bancaria está obligada a alinearse a la actividad del banco que emite la moneda en la que las otras son convertidas y que, como consecuencia de este hecho, es siempre escasa.

Lo anterior es puesto en evidencia por la estructura del balance de un banco comercial:

<i>Activo</i>	<i>Pasivo</i>
Billetes	Depósitos
Reservas obligatorias	Cuentas de ahorro
Reservas libres	Títulos
Créditos a los ANF	
Títulos	

Se observa que los bancos comerciales conservan cierto monto de moneda central. *Están obligados a conservar* como activos elementos del pasivo del banco central. Tres razones justifican la constitución de este monto (Chaineau, 90):

- 1) *Los clientes retiran siempre en forma de billetes una fracción del aumento de sus depósitos para efectuar los pagos manuales ligados a sus transacciones cotidianas. Como los bancos deben efectuar sin costo y sin tardanza esta conversión de depósitos en billetes, les es necesario conservar moneda central.*
- 2) *Ciertos bancos pueden, después de haber efectuado las operaciones de compensación con los demás bancos, ser deudores netos de otros bancos. El pago monetario interbancario que debe realizarse se efectúa en moneda central por crédito y débito de sus cuentas corrientes en el banco central.*
- 3) *La constitución de reservas obligatorias en el banco central crea una necesidad artificial de moneda central para los bancos de segundo rango, lo que refuerza la necesidad de moneda central que estos bancos tienen como consecuencia de la salida de billetes.*

La distribución de créditos de los bancos provoca entonces problemas de liquidez, ya que una parte del dinero creado será convertido parcialmente en billetes, y la parte restante de los depósitos justificará la constitución de reservas en el banco central.

Este último debe entonces refinanciar a los bancos comerciales en un monto igual a la suma de los montos de los retiros de billetes y de las reservas creadas. La actitud del banco central funda así dos lógicas diferentes de la oferta de crédito bancario, que se resumen en los análisis del multiplicador y del divisor del crédito.

c) Multiplicador y divisor del crédito

Los bancos efectúan operaciones de préstamo cuando poseen un monto en moneda central superior al que les es necesario para asegurar la conversión de sus monedas en moneda central, o bien, cuando tienen la seguridad de que el banco central los refinanciará. Existe una relación entre el volumen de las disponibilidades de moneda central que los bancos conservan y el volumen de créditos que otorgan. Esta relación puede ser analizada en términos de multiplicador o de divisor del crédito.

En el caso del multiplicador, el sistema bancario está fuera de banca, es decir, los bancos equilibran sus balances sin recurrir al banco central. El sistema bancario dispone, entonces, globalmente, de montos excedentarios de moneda central.

En este caso la relación establecida entre la base monetaria (MC) y la masa monetaria (MM) puede ser interpretada en el sentido de que la masa monetaria es un múltiplo de la base. Esta relación se establece de la manera siguiente: $MM = k MC$. Donde k es el multiplicador de crédito.

El valor del multiplicador de crédito es presentado por A. Chaineau de la manera siguiente: $k = 1 / b + r - rb$

Donde r es el porcentaje de reservas obligatorias respecto a los depósitos y b el porcentaje de billetes en la masa monetaria.

El divisor del crédito aparece cuando el sistema bancario está en banca, es decir, cuando el monto en moneda central del que disponen los bancos comerciales es insuficiente para hacer frente a las necesidades nacidas de su actividad de distribución de crédito, lo cual exige una creación monetaria posterior del banco central que deberá refinanciarlos. Por esta razón se habla de un divisor de refinanciamiento.

La relación entre MM y MC será entonces $MC = 1/k$ MM. Donde $1/k$ es el divisor del crédito, es decir, el inverso del multiplicador:

$$1/k = (b + r - rb)$$

RESUMEN

Multiplicador y divisor del crédito caracterizan, respectivamente, los sistemas financieros de economía de mercados financieros y de economía de endeudamiento. Mientras que en los primeros los bancos disponen de reservas excedentarias en moneda central y distribuyen créditos sobre esta base, en las segundas los bancos distribuyen primero créditos y se refinancian *a posteriori* ante el banco central.

Mientras que en los sistemas de banco único y de bancos múltiples en equilibrio el sistema bancario crea indefinidamente medios de financiamiento, en un sistema bancario jerarquizado los bancos deben, para distribuir créditos, ya sea disponer de una liquidez autónoma o tener la seguridad del apoyo del banco central.

El refinanciamiento del banco central permite a los bancos hacer frente a las necesidades de moneda central provocadas por su actividad de distribución de crédito. Puede afirmarse que la liquidez bancaria (billetes en caja más depósitos de los bancos en el banco central) es una condición permisiva de su actividad de crédito. Una segunda condición permisiva es la de la rentabilidad.

§2. RENTABILIDAD DE LOS BANCOS,
OFERTA DE CRÉDITO Y COMPORTAMIENTO DE MARGEN

La preocupación fundamental de un banco a nivel microeconómico es la maximización de su beneficio. Este objetivo determina su oferta de crédito. Como lo señalan V. Levy-Garboua y B. Weymuller:

El comportamiento de los bancos es el de una empresa que busca un beneficio en un ambiente competitivo. El monto de crédito acordado es para ellos sólo un medio para la obtención de este objetivo y la creación monetaria es un subproducto de su actividad.

LÓGICA Y FACTORES LIMITATIVOS DE LA OFERTA

<i>Ingresos</i>		<i>Gastos</i>	
Intereses y productos de los capitales comprometidos	IC	Intereses pagados sobre: —Depósitos y obligaciones —Refinanciamiento	ID IF
Margen de las operaciones de tesorería	MT	Gastos generales	CO
Productos diversos	IA	Resultado bruto de expl.	RBE

Esta búsqueda de rentabilidad de los bancos se manifiesta en un comportamiento de margen.

Analizaremos primero la cuenta de explotación de los bancos y, enseguida, examinaremos en qué consiste su comportamiento de margen.

A. La cuenta de explotación de los bancos

La organización bancaria combina una actividad de clientela que se ocupa del otorgamiento de crédito y de la colecta de depósitos, y una actividad de tesorería que se encarga de cubrir día a día los déficit producidos por la actividad del banco y de efectuar operaciones autónomas (fundamentalmente de préstamo con recursos obtenidos mediante deuda). La cuenta de explotación de un banco permite comprender cómo se forma el beneficio bancario.

El RBE de un banco puede expresarse así:

$$RBE = (IC - ID + IA - IF) - CO + MT$$

Donde el *margen de intereses* MI es igual a: $IC - ID + IA - IF$.

Si se considera que las operaciones de tesorería tienen costos de administración muy bajos respecto a los de las operaciones con la clientela (administración de cuentas, gastos de mercado), los gastos generales pueden atribuirse casi integralmente a la actividad de clientela. El RBE puede escribirse en consecuencia como sigue:
 $RBE = (MI - CO) + MT$.

Es decir: $RBE = \text{beneficio de la actividad de clientela} + \text{beneficio de la actividad de tesorería}$.

Puesto que la distribución de crédito es la actividad esencial de los bancos, el margen de interés (MI) tiene un papel *fundamental* en la formación del beneficio bancario. Este margen beneficiario determina la oferta de crédito de los bancos y les permite adoptar un comportamiento de margen.

B. Formación del beneficio bancario, oferta de crédito y comportamiento de margen

Los bancos tienen, en el pasivo de sus balances, costos ligados al grado de liquidez de sus obligaciones. La estructura de éstas determina su costo promedio. La preponderancia de los depósitos no remunerados y de otros títulos no negociables, cuya tasa de interés es inferior a la del mercado monetario (TMM), explica que el costo promedio de las obligaciones bancarias sea inferior a esta última tasa.

Ahora bien, la distribución de créditos provoca en los bancos, como consecuencia de fugas y de la obligación de constitución de reservas, una necesidad de moneda central para equilibrar sus balances. Los bancos deben entonces recurrir al mercado monetario para procurarse recursos adicionales, cuyo precio, la TMM, constituye un costo marginal.

En un ambiente monopolístico, los bancos imponen a su clientela un precio del crédito fundado en ese costo marginal, asegurándose así la obtención de un margen beneficiario. Ese precio unitario es el costo porcentual promedio (CPP), que es la tasa a partir de la cual los bancos calculan la tasa aplicable a los diferentes clientes en función de su nivel de riesgo.

Se tiene entonces, prácticamente: $CPP = TMM + \mu$. Donde μ representa los gastos inherentes a toda operación.

El beneficio bancario dependerá de la diferencia entre la TMM y el costo unitario (promedio) interno de sus obligaciones. La parte de mercado, en particular del mercado de depósitos no remunerados, es determinante en la formación del margen bancario.

Como lo señalan V. Levy-Garboua y B. Weymuller:

La competencia no concierne a los precios, sino a la repartición del mercado, tanto desde el punto de vista de la repartición de los créditos como desde el punto de vista de la colecta de depósitos.

El hecho de que los recursos provenientes de los depósitos sean gratuitos, explica la intensidad de la competencia entre los bancos para conservar y, eventualmente, aumentar su parte en el mercado de depósitos. Ya que la actividad esencial de los bancos es la distribución de crédito, la maximización del beneficio bancario implica la satisfacción de toda demanda de crédito solicitada al CPP.

Ahora bien, se ha constatado, en periodos bastante largos, que aun si la tasa del mercado monetario varía considerablemente, el margen de interés y el RBE de los bancos se mantienen relativamente estables. Este fenómeno se analiza en términos de comportamiento de margen, que expresa, como lo señala M. Aglietta (1994), la posibilidad de los bancos de estabilizar, en el largo plazo, su margen beneficiario mediante la variación de la tasa de interés de los créditos otorgados.

RESUMEN

La disponibilidad de moneda central es esencial en la actividad de distribución de crédito de los bancos porque les permite hacer frente a sus obligaciones de reservas y a las fugas en forma de billetes. *La liquidez bancaria constituye, desde esta perspectiva, una condición permisiva de la oferta de crédito de los bancos. Una segunda condición es la de rentabilidad.* La distribución de crédito es la principal actividad de los bancos, en consecuencia, el margen de interés tiene un papel fundamental en la formación del beneficio bancario, lo cual los conduce a adoptar un comportamiento de margen.

Estas dos condiciones permisivas de la oferta de crédito están en la base de las restricciones que se ejercen sobre la oferta de crédito de los bancos, es necesario entonces conocer estas últimas. Sin embargo, se requiere examinar previamente en la siguiente sección el tipo de sistema financiero —economía de endeudamiento o economía de mercados financieros— al que pertenece el sistema financiero mexicano.

SECCIÓN II

ANÁLISIS DEL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA BANCARIO Y DE LA OFERTA DE CRÉDITO EN MÉXICO A PARTIR DEL CONCEPTO DE ECONOMÍA DE ENDEUDAMIENTO

En una economía de endeudamiento, el banco central equilibra el balance de los bancos y realiza así una función de prestamista de última instancia obligado que determina dos características de la oferta de crédito bancario en estas economías es ilimitada a la tasa de interés de los bancos y está determinada por la demanda. Estas características conducen al endeudamiento de los bancos ante el banco central.

Ahora bien, la hipótesis central de este libro propone que el funcionamiento del sistema financiero en México es similar al de una economía de endeudamiento. Debería, en consecuencia, constatarse un endeudamiento importante de los bancos ante el banco central. Estudiaremos la importancia de este endeudamiento en México para evaluar la proximidad de la economía mexicana respecto al concepto teórico de economía de endeudamiento.

Esta sección analizará los factores que contribuyen al equilibrio de los balances bancarios en México: los factores autónomos de la liquidez bancaria, la importancia del endeudamiento externo y la incidencia de las disposiciones de las políticas monetaria y presupuestal. Estas últimas reflejan un análisis de la oferta de crédito fundado en el mecanismo del multiplicador; por lo que examinaremos la adecuación de este análisis al modo de articulación, basado en el crédito bancario, de los sectores real y financiero en México. Estos diferentes análisis nos permitirán aportar elementos de respuesta a los cuestionamientos sobre las perspectivas de evolución del papel del banco central y de la incidencia del endeudamiento externo de los bancos sobre el funcionamiento del sistema financiero.

Examinaremos, sucesivamente, el papel del banco central y la oferta de crédito bancario en una economía de endeudamiento (§1), el refinanciamiento del banco central y los factores que contribuyen al equilibrio de los balances bancarios en México (§2), la pertinencia del análisis de la oferta de crédito prevaleciente en

México y la relación entre el endeudamiento externo de los bancos y el funcionamiento del sistema financiero mexicano (§3).

§1. PAPEL DEL BANCO CENTRAL Y OFERTA DE CRÉDITO
BANCARIO EN UNA ECONOMÍA DE ENDEUDAMIENTO²

En una economía de endeudamiento el banco central está obligado a refinanciar a los bancos de segundo rango (A), lo que conduce a que la oferta de crédito tenga características particulares (B).

A. La obligación de refinanciamiento del banco central

Para comprender mejor el carácter obligatorio del refinanciamiento del banco central en una economía de endeudamiento, examinaremos primero la formación del equilibrio en el mercado monetario.

a) La formación del equilibrio en el mercado monetario

Las características particulares de la formación del equilibrio en el mercado monetario en una economía de endeudamiento, se aprecian mejor examinando primero la formación de este equilibrio en el caso de una economía de mercados financieros.

a.1) La formación del equilibrio en el mercado monetario en una economía de mercados financieros

El mercado monetario en una economía de mercados financieros se caracteriza por estar en equilibrio. Señalaremos tres factores

² La redacción de este párrafo está basada en la exposición hecha por F. Renversez en los siguientes textos: *Éléments d'analyse monétaire*, Dalloz, París 1991; "Facteurs constitutifs d'une économie d'endettement", en *Les systèmes financiers, Cahiers français*, núm. 224, enero-febrero de 1986, y *Marchés des capitaux et système financier en France aujourd'hui*, LAREA/EREF, 1990.

explicativos de esta situación: 1) el papel que desempeña la tasa de interés, 2) el comportamiento de financiamiento de las empresas y 3) la importancia del endeudamiento del Estado.

En una economía de mercados financieros, la tasa de interés significativa es aquella que se fija mediante la confrontación de la oferta y de la demanda de capitales. En cambio, la tasa de interés significativa en una economía de endeudamiento es la tasa de interés deudora de los bancos, la cual está determinada respecto a la tasa de intervención del banco central en el mercado monetario. Así, "una autoeconomía supone una flexibilidad equilibrante de la tasa de interés, mientras que una economía de endeudamiento tiene generalmente tasas de desequilibrio que no ajustan perfectamente las ofertas y las demandas de crédito" (Llau, 85).

El comportamiento financiero de las empresas contribuye también, en una economía de mercados financieros, al equilibrio del mercado monetario. En este tipo de economías, los mercados financieros amplios limitan la necesidad de las empresas de recurrir al crédito bancario para financiar su producción. La actividad de crédito de los bancos, al ser relativamente limitada, se financia con los recursos obtenidos mediante la colecta de depósitos.

En este tipo de economía, el endeudamiento del Estado es muy importante y se puede apreciar a dos niveles: primero, en el de los balances de los bancos, en los que se constata una presencia importante de títulos de la deuda pública; segundo, en el del balance del banco central, en el que los títulos del Estado representan el rubro más significativo.

La importancia de la deuda pública hace que sea una contrapartida esencial de la masa monetaria, lo que tiene dos consecuencias que reducen la necesidad de refinanciamiento de los bancos ante el banco central y contribuyen así al mantenimiento del equilibrio en el mercado monetario. Primera: los bancos disponen de una garantía de liquidez: la masa sustituir por títulos públicos que el banco central está obligado a descontar sin ninguna restricción. En efecto, estos títulos facilitan la constitución de reservas excedentarias, de modo que la necesidad de refinanciamiento ante el banco central es posible, pero excepcional. En consecuencia, es la lógica del multiplicador la que se impone. Los bancos constitu-

yen reservas excedentarias previamente a su distribución de crédito.

Segunda: el financiamiento significativo del sector público, mediante los avances (créditos) del banco central y de la compra, por éste último, de títulos públicos, disminuye la necesidad de refinanciamiento de los bancos, como resultado de los depósitos inducidos por el gasto público.

a.2) La formación del equilibrio en el mercado monetario de una economía de endeudamiento

En una economía de endeudamiento, el mercado monetario se caracteriza por un desequilibrio del lado de la oferta. La demanda es superior a la oferta de liquidez bancaria y es el banco central el que equilibra el balance de los bancos al aceptar su demanda de refinanciamiento.

Lo que contribuye al endeudamiento bancario son los fenómenos de fugas, como la demanda de billetes por el público, la constitución de reservas obligatorias ante el banco central y los depósitos efectuados por el público ante instituciones no bancarias. Estas fugas provocan una deuda de los bancos ante el banco central. Ahora bien, aun cuando esas fugas son comunes a los bancos en los dos tipos de sistemas financieros a los que hemos hecho referencia, el problema en una economía de endeudamiento es el de un acceso diferente al mercado de depósitos.

La hipótesis según la cual una ventaja estructural en la colecta de recursos (consecuencia de la evolución particular de ciertos sistemas financieros) permite a ciertos intermediarios colocar sus excedentes de moneda central en el mercado monetario, mientras que otros se ven obligados a recurrir a ese mercado en calidad de solicitantes de préstamos, explica el desequilibrio del mercado monetario en las economías de endeudamiento.

Ese desequilibrio puede ser expresado así: $RFe < Rfd$, donde: RFe = Oferta de refinanciamiento de los bancos excedentarios y Rfd = Demanda de refinanciamiento de los bancos deficitarios.

Esto se traduce, a nivel del balance del banco central, como:

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

<i>Banco central</i>			
<i>Activo</i>		<i>Pasivo</i>	
Créditos/Extranjero	OD	Reservas obligatorias de los IF	RO
Créditos/Gobierno		Billetes	Mb
Avances	TRE		
Títulos	RFBT		
Créditos/Economía	RFBp		

Donde $RFBT + RFBp > = RFD - RFE$.

Entonces, lo que a nivel del financiamiento determina pertenecer a una economía de endeudamiento es la insuficiencia de la oferta de las instituciones estructuralmente excedentarias para responder a la demanda de las instituciones estructuralmente deficitarias, en el compartimiento interbancario del mercado monetario. Pero, ¿cómo se explica esta insuficiencia de recursos de refinanciamiento en el compartimiento interbancario del mercado monetario? En efecto, podría pensarse que, a nivel global, excedentes y déficit se equilibran. Sin embargo, el endeudamiento ante el banco central es necesario. Algunas consideraciones a este respecto son:

Primero, si los pagos de ciertos bancos exceden de manera permanente sus recursos (obtenidos mediante colecta de depósitos), es que éstos conceden montos de crédito crecientes y el funcionamiento del mercado interbancario lleva entonces al análisis de las características del financiamiento de las empresas.

Segundo, en una economía de endeudamiento en la que el Estado está poco endeudado, los títulos descontables ante el banco central no pueden consistir más que en títulos sobre la economía, es decir, los créditos que son distribuidos por los mismos bancos. Como lo señala C. Toullec (1985):

La alimentación de la tesorería de los bancos en moneda central no se efectúa, en lo esencial, mediante cesiones al instituto de emisión de títulos previamente comprados o suscritos (bonos del tesoro), sino mediante préstamos. Los financiamientos del banco central pueden

tener como soporte títulos financieros, pero los créditos en sí mismos no son cedidos.

El débil volumen de títulos públicos poseídos por los bancos en una economía de endeudamiento los conduce a refinanciarse ante el banco central, lo que realizan bajo la forma de endeudamiento.

Finalmente, si bien un desequilibrio se explicaría porque uno o varios bancos excedentarios atesoran, no desean prestar, sus excedentes, hay otra causa aún más importante de un excedente neto de dinero ofrecido o de un déficit neto. Esta causa es la actividad del banco central y el hecho de que participa en la compensación de los balances bancarios.

En efecto, el refinanciamiento cuasiautomático del banco central en una economía de endeudamiento tiene un papel fundamental en el endeudamiento de los bancos ante él.³ Es la lógica del divisor del crédito la que prevalece: los bancos distribuyen crédito y se refinancian después ante el banco central. Como lo señala P. Llau (1985):

Esto funciona correctamente sólo porque el banco central garantiza las posibilidades de refinanciamiento al instituirse, en cualquier circunstancia, en prestamista de última instancia a fin de permitir el funcionamiento del circuito.

El análisis de la relación entre desequilibrio del mercado monetario y refinanciamiento del banco central muestra, entonces, que

³ J. Marchal y F. Poulon en *Monnaie et crédit*, Cujas, París 1987, p. 522, refiriéndose al caso francés, expresan esta actitud del banco central de la manera siguiente: "Si el comportamiento de los bancos en Francia corresponde a la lógica del divisor del crédito, es a causa de la actitud adoptada por el banco central. Este último prefiere, inversamente a lo que se hace en Estados Unidos, no racionar a los bancos en el mercado del refinanciamiento. El banco central no fija ningún límite a las cantidades de refinanciamiento ofrecidas por él. En cambio, el banco central actúa sobre la tasa de refinanciamiento, de manera que dirija la demanda de los bancos en el sentido deseado. Esto se considera preferible al método inverso que, para controlar mejor la base monetaria, toleraría fluctuaciones de la tasa de interés que afectarían la estabilidad de la tasa de cambio. Finalmente, vemos que la oposición entre multiplicador y divisor del crédito conduce a una oposición de los métodos utilizados para el control del dinero y del crédito."

se trata de una relación sistémica. En efecto, el desequilibrio del mercado monetario exige la intervención del banco central y la actitud de este último, respecto al refinanciamiento de los bancos, es a su vez un factor determinante del endeudamiento de los bancos y, en consecuencia, de ese desequilibrio. La intervención del banco central en ese sistema tiene entonces un carácter obligatorio.

b) El carácter obligatorio del refinanciamiento del banco central en una economía de endeudamiento

En una economía de endeudamiento, el banco central es un prestamista obligado de última instancia. No puede escapar a esta obligación sin hacer peligrar el funcionamiento del sistema financiero y los equilibrios globales de la economía. Para comprender este carácter obligatorio del refinanciamiento del banco central, expon-dremos algunas consideraciones.

Primera: no es simple limitar cuantitativamente el refinanciamiento del banco central. En efecto, la acción del banco central sobre la liquidez bancaria en una economía de endeudamiento está limitada porque la distribución de crédito bancario condiciona parte importante de la actividad económica. Como lo señala F. Renversez (1990):

En una economía de endeudamiento los créditos financian parte determinante de la inversión, el banco central no dispone del margen de maniobra que le permitiría modular verdaderamente su refinanciamiento.

Segunda: el banco central no utiliza o utiliza poco la tasa de interés como regulador a causa de su posible impacto en el nivel de actividad general. La incidencia de una variación de la tasa de interés no es la misma para las empresas, según la parte relativa de la inversión que debe ser financiada mediante crédito. En una economía de endeudamiento en la que las empresas presentan una débil tasa de autofinanciamiento y un endeudamiento importante, cualquier elevación de las condiciones de pago disminuye peligro-

samente su capacidad de autofinanciamiento y, en consecuencia, sus posibilidades de inversión. Las autoridades monetarias tratan de limitar los movimientos de la tasa de interés para permitirles realizar el monto de inversión anticipado.

Tercera: una limitación se ejerce sobre el banco central a causa del carácter posterior del refinanciamiento bancario en una economía de endeudamiento. En efecto, puesto que las necesidades de refinanciamiento proceden de operaciones ya realizadas, la negativa de aprovisionar a los bancos en dinero central provocaría su quiebra. El banco central debe proveer, en consecuencia, la integridad del refinanciamiento solicitado si quiere evitar la quiebra de algunos bancos. Como lo señala J. Denizet (1990):

Que el banco central lo haga mediante la vía del descuento o mediante el mercado monetario no modifica en nada su obligación absoluta de proveer el dinero central solicitado.

El carácter obligatorio del refinanciamiento del banco central explica las características de la oferta de crédito en una economía de endeudamiento.

B. Las características de la oferta de crédito bancario en una economía de endeudamiento

La obligación de refinanciamiento del banco central en una economía de endeudamientos se traduce en una oferta de crédito que presenta dos características particulares: es ilimitada a la tasa de interés activa de los bancos y determinada por la demanda.

El carácter ilimitado de la oferta de crédito es consecuencia de la posibilidad de refinanciamiento automático de los bancos ante el banco central. En efecto, a nivel microeconómico la actividad de los bancos tiene por objetivo la búsqueda del máximo beneficio. Como en una economía de endeudamiento la actividad de gestión de títulos de los bancos es poco importante, su rentabilidad se basa en la distribución de crédito. El precio de éste, la tasa activa de los bancos, incluye un margen de beneficio; la búsqueda del máximo

beneficio implica, entonces, que los bancos responden a toda demanda de crédito formulada a la tasa base bancaria.

Como lo señala C. Toullec (1979):

Quando el banco central no limita cuantitativamente su refinanciamiento, y cuando su tasa de intervención en el mercado interbancario es la más baja de todas las tasas de interés, siempre es conveniente para los bancos conceder créditos.

Como la oferta de crédito es muy elástica, la cantidad ofrecida la fija la demanda. En efecto, en este tipo de sistema financiero la debilidad de la tasa de autofinanciamiento de las empresas implica la utilización de crédito bancario para la realización de una cierta tasa de inversión. Si, por ejemplo, se produce un aumento en el rendimiento del capital real, las empresas se verán motivadas a invertir y, en consecuencia, a aumentar su utilización de crédito bancario. La oferta de crédito se adaptará entonces a este aumento de la demanda.

La creación monetaria en un sistema de economía de endeudamiento es entonces "endógena", en el sentido de que la contrapartida esencial de la creación monetaria es el crédito solicitado por los agentes para realizar cierto nivel de actividad en el sector real. Puesto que la creación monetaria de los bancos implica la creación posterior de moneda central mediante el refinanciamiento, los créditos sobre la economía constituyen el rubro predominante del balance del banco central en este tipo de economías.

RESUMEN

El papel de prestamista obligado de última instancia del banco central en una economía de endeudamiento se comprende sólo en el seno de una relación sistémica entre el desequilibrio del mercado monetario, que exige la intervención del banco central y la actitud de este último respecto a su refinanciamiento (cuasiautomático), que determina, a su vez, el endeudamiento de los bancos y, en consecuencia, ese desequilibrio. *La importancia del crédito en el nivel de actividad y la lógica del divisor del crédito explican el carácter obligatorio del refinanciamiento del banco central en una economía de endeudamiento.*

Dos características teóricas de la oferta de crédito bancario son consecuencia de la obligación de refinanciamiento que se ejerce sobre el banco central: la oferta de crédito es ilimitada y está determinada por la demanda. La creación monetaria en un sistema de economía de endeudamiento es entonces endógena, ya que la contrapartida esencial de la emisión monetaria es el crédito solicitado por los agentes para realizar cierto nivel de actividad en el sector real.

La manifestación más evidente del papel que desempeña el banco central en este tipo de economía es, entonces, el endeudamiento significativo de los bancos de segundo rango ante el banco central. El estudio de este endeudamiento en el caso de México nos permitirá apreciar si la oferta de crédito bancario puede asimilarse a la de una economía de endeudamiento.

§2. *REFINANCIAMIENTO DEL BANCO CENTRAL Y FACTORES
QUE CONTRIBUYEN AL EQUILIBRIO DE LOS BALANCES
BANCARIOS EN MÉXICO*

Una economía de endeudamiento se define por un doble nivel de endeudamiento: de las empresas ante los bancos y de los bancos ante el banco central. Verificamos, en la primera parte de este libro, la existencia en México del primero de éstos. Ahora evaluaremos la importancia del segundo, de manera que podamos apreciar si la economía mexicana pertenece al tipo de sistema financiero de economía de endeudamiento y si la oferta de crédito bancario en México presenta las características propias de aquél.

El estudio del endeudamiento de los bancos ante el banco central conduce naturalmente a preguntarse cuáles son los diferentes elementos que contribuyen al equilibrio de los balances bancarios en México y cuál ha sido su evolución reciente.

Examinaremos, entonces, la importancia del endeudamiento de los bancos ante el banco central en México (A) y, enseguida, las causas de la debilidad del refinanciamiento del banco central y los factores que contribuyen al equilibrio de los balances bancarios (B).

Cuadro 25											
Crédito del banco central a los bancos creadores de dinero en México. En porcentaje de la base monetaria (periodo 1983-1994)											
1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
1.6	1.1	0.8	0.6	0.4	0.8	0.2	0.1	0.1	0.0	1.6	160.4
1983-1988						1989-1993		1989-1994			
		0.66				27.1			0.88		

Cuadro elaborado a partir de FMI, *Statistiques financières internationales*, 1995, p. 273.

A. La importancia del refinanciamiento de los bancos de segundo rango ante el banco central en México

Para verificar la dependencia de los bancos respecto del banco central, nos referiremos al volumen del refinanciamiento otorgado por éste a los bancos comerciales. La línea 12e, "crédito otorgado a los bancos creadores de dinero", de las Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional nos informa sobre el monto del crédito otorgado por el banco central a los bancos comerciales, el cual ha evolucionado según se muestra en el cuadro 25.

En el cuadro 25 se aprecia que, en el caso de México, el monto del refinanciamiento de los bancos comerciales por el banco central no es representativo de una economía de endeudamiento. Recordemos que en los casos de Francia y Alemania, dos economías que han funcionado según la lógica de una economía o endeudamiento, el refinanciamiento del banco central es mucho más elevado que el constatado en el caso de México. En Francia, por ejemplo, el monto de ese refinanciamiento en 1988, fue superior al del déficit público. En Alemania, el refinanciamiento de los bancos comerciales representó la mitad del balance del banco central en los primeros años de la década de los ochenta (Renversez, 90).

Sin embargo, en México se observa una progresión del endeudamiento de los bancos ante el banco central, en promedio, durante los dos periodos considerados: 1983-1988 y 1989-1994, en los cuales representó, en porcentaje de la base monetaria, respectivamente, 0.88 y 27.1%. La importante

progresión constatada en el segundo periodo es consecuencia del aumento espectacular del endeudamiento de los bancos en diciembre de 1994. Los diferentes elementos determinantes de estas evoluciones serán estudiados en el párrafo siguiente.

B. Causas de la debilidad del refinanciamiento del banco central y factores que contribuyen al equilibrio de los balances bancarios en México

Las características del financiamiento de las empresas mexicanas —debilidad de la tasa de autofinanciamiento, predominio de la utilización del crédito bancario y limitada emisión de títulos—, así como las características del sistema financiero —mercados financieros poco desarrollados, predominio de las instituciones bancarias y rentabilidad de los bancos basada en la distribución de crédito—, corresponden al cuadro teórico de una economía de endeudamiento. En dicho cuadro, los bancos están endeudados en permanencia y de manera significativa ante el banco central.

Sin embargo, aun cuando las bases reales de una economía de endeudamiento están presentes en México, se constata también un débil endeudamiento de los bancos ante el banco central, lo que significa que los bancos equilibran sus balances sin recurrir sistemáticamente, y de manera importante, al refinanciamiento del banco central. Nos preguntaremos, entonces, cuáles son los elementos que explican la debilidad de ese refinanciamiento y que contribuyen al equilibrio de los balances bancarios en México.

A este respecto examinaremos los factores autónomos de la liquidez bancaria (a), el endeudamiento externo de los bancos mexicanos (b) y las disposiciones institucionales de las políticas monetaria y presupuestal (c).

a) Evolución de los factores autónomos de la liquidez bancaria en México

La evolución de los factores autónomos puede situar al sistema bancario fuera de banca, es decir, en una situación en la que los

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

Cuadro 26											
<i>Participación de la demanda de billetes en la masa monetaria (1983-1994)</i>											
1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
21.1	23.0	30.5	36.2	51.0	63.2	78.4	79.3	81.7	83.7	86.2	85.4
1983-1988						1989-1994					
37.5						82.5					

Cuadro elaborado a partir de FMI, *Statistiques Financières Internationales*, p. 273.

problemas de liquidez sean resueltos sin la intervención del banco central. Sin pretender cifrar el monto global de esos diferentes factores, a causa de limitaciones estadísticas, trataremos únicamente de determinar el sentido de su influencia en la situación de liquidez de los bancos mexicanos.

Los factores autónomos de la liquidez bancaria son: la demanda de billetes del público (a.1), el financiamiento otorgado al Estado por el banco central (a.2) y las disponibilidades en divisas (a.3).

a.1) La demanda de billetes en México

La demanda de billetes en México es tradicionalmente importante. Su participación en la base monetaria ha aumentado en los últimos años, como se ve en el cuadro 26.

La progresión constante de la demanda de billetes nos indica que se ha constituido en una fuga importante en las disponibilidades en moneda central de los bancos mexicanos y ha contribuido, en consecuencia, a acrecentar sus necesidades de refinanciamiento. Como se observa, la participación promedio de la demanda de billetes en la base monetaria fue, en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, de 37.5 y 82.5%. La progresión de la demanda de billetes por el público en el segundo periodo se explica por el proceso deflacionista y por la facturación de las cuentas de cheques a partir de 1993.

Cuadro 27								
Déficit público en porcentaje del PIB (1984-1992)								
(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)
-6.3	-6.9	-12.9	-13.8	-9.7	-5.5	-2.0	3.8	4.7

Cuadro elaborado a partir de Banco del México, *Indicadores económicos*, diciembre, 1994, p.e.

a.2) El monto del déficit público en México

El monto del déficit público, así como su modo de financiamiento, tienen también un papel importante en la situación de liquidez de los bancos. Su monto, en porcentaje del PIB, evolucionó en el periodo 1984-1992, según se observa en el cuadro 27.

Un déficit público importante contribuye a aumentar la liquidez bancaria a causa de los depósitos que provoca en los bancos comerciales. Como se constata en el cuadro 27, el financiamiento del déficit público del banco central en México fue significativo en el periodo 1984-1990. De esta situación se deduce un efecto positivo sobre la liquidez bancaria en el periodo. Sin embargo, posteriormente, el déficit público se redujo progresivamente y se observó un excedente en las finanzas públicas a partir de 1991, lo que pudo haber tenido una incidencia negativa sobre la liquidez bancaria.

Por otro lado, el modo de financiamiento del sector público fue modificado progresivamente hacia uno basado en la emisión de títulos públicos. Desde 1992, el gobierno recurre exclusivamente a los mercados de capitales, esencialmente mediante la emisión de Certificados de la Tesorería, para cubrir sus necesidades de financiamiento. Esta evolución ha sido favorable a la reducción de las necesidades de refinanciamiento de los bancos, quienes tienen desde entonces la posibilidad de obtener moneda central mediante la negociación de sus portafolios de títulos públicos en el mercado monetario.

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

Cuadro 28					
Monto de los créditos sobre el exterior en el activo del balance del banco central y variación anual, 1983-1994 (millones de pesos)					
(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)
708	1 561	2 168	6 214	30 306	15 027
	+ 120.5	+ 38.9	+ 186.6	+ 387.7	- 50.4
1989	1990	1991	1992	1993	1994
18 116	30 260	55 570	59 992	78 704	32 739
+ 20.6	+ 67.0	+ 83.6	+ 8.0	+ 31.2	- 58.4

Cuadro elaborado a partir de FMI, *Statistiques Financières Internationales*, p. 273.

a.3) Las disponibilidades en divisas de los bancos comerciales en México

Examinaremos primero la relación entre la evolución de la disponibilidad de divisas y el endeudamiento de los bancos ante el banco central en México (a.3.1.) y, enseguida, las causas de la caída de divisas en 1994 (a.3.2).

a.3.1) Disponibilidad de divisas y endeudamiento de los bancos ante el banco central en México

La importancia de la evolución de la relación entre la disponibilidad de divisas de los bancos comerciales mexicanos y su utilización del refinanciamiento del banco central en el periodo 1989-1994 nos conduce a estudiar esta relación, primero de manera global en el periodo 1983-1994 y, enseguida, de manera más precisa, en el periodo 1989-1994.

a.3.1.1) Disponibilidad de divisas y endeudamiento de los bancos ante el banco central en México en el periodo 1983-1994

En el periodo 1983-1994, la entrada de divisas fue un factor que influyó favorablemente en la situación de liquidez de los bancos mexicanos. Esto se aprecia en el cuadro 28, que muestra la evolución del monto de los créditos sobre el exterior en el activo del balance del banco central, así como su variación anual.

El impacto del aumento de las reservas internacionales se vio disminuido por las operaciones de esterilización del banco central, realizadas mediante la venta de títulos públicos en el mercado monetario. Sin embargo, la entrada de divisas permitió a los bancos mexicanos equilibrar sus balances con una mínima utilización del refinanciamiento del banco central en la mayor parte del periodo 1983-1994.

a.3.1.2) Disponibilidad de divisas y endeudamiento de los bancos ante el banco central en México en el periodo 1989-1994

Señalamos ya que en 1994 el refinanciamiento de los bancos por el banco central fue muy importante, esto, como lo veremos más adelante, se explica por la progresión de la inversión de las empresas a partir de 1989, la cual condujo a una mayor utilización de crédito bancario. Ahora bien, en el marco de la progresión del crédito al sector productivo, de la disminución y desaparición del déficit público y de la progresión de la demanda de billetes, la disminución drástica de la entrada de divisas en 1994, exigió una intervención importante del banco central a fin de equilibrar los balances bancarios.

El papel fundamental de la entrada de divisas en el equilibrio de los balances bancarios es puesto en evidencia por la constatación de un *paralelismo entre la disminución de reservas internacionales del banco central y la progresión del endeudamiento de los bancos ante este último*. La evolución de estos dos parámetros en 1994 se observa en el cuadro 29 y las gráficas 31 y 32.

Se constata en el cuadro 29 que la disminución de las reservas internacionales en abril se tradujo en el aumento paralelo del endeudamiento de los bancos ante el banco central, y que la caída de esas reservas en diciembre de 1994 implicó una intervención espectacular del banco central a fin de equilibrar los balances bancarios. En efecto, el endeudamiento de los bancos ante el banco central representó en el último mes más de una vez y media el monto de la base monetaria. Es cierto que una modificación contable, que consiste en no continuar registrando los títulos públicos cedidos por los bancos al banco central como un financiamiento al sector público, sino al sector bancario, intervino en diciembre de

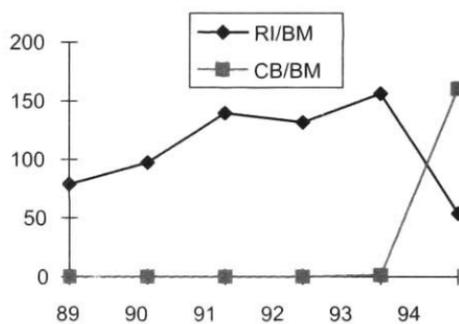
Cuadro 29
Reservas internacionales y crédito a los bancos creadores de dinero, 1994 (en millones de pesos)

	Enero	Feb.	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agto.	Sept.	Oct.	Nov.	Dic.
RI	81 613	93 516	82 816	56 516	56 818	54 264	54 983	55 490	54 940	59 141	43 022	32 739
T. de C.	--	14.6	-11.4	-31.8	0.5	-4.5	1.3	0.9	-0.1	7.6	-27.3	-23.9
Cr./B.	1 046	1 407	1 207	10 469	13 381	9 981	16 341	13 341	10 165	6 219	13 019	97 731
T. de C.	--	34.5	-14.2	767.4	27.8	-25.4	63.7	-18.4	-23.8	-38.8	109.3	650.7

Cuadro elaborado a partir del Banco de México, *Indicadores económicos*, agosto de 1996, pp. 1-10.

Gráfica 31

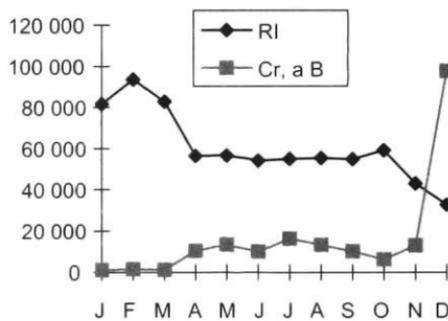
Reservas internacionales y créditos a los bancos



Gráfica elaborada con los datos de los cuadros 25 y 28.

Gráfica 32

De dinero, 1994 (millones de pesos)



Gráfica elaborada con los datos del cuadro 29.

1994.⁴ Sin embargo, el monto de estos títulos es insuficiente para explicar la importancia del endeudamiento de los bancos ante el banco central en ese mes.⁵

En el periodo 1989-1994 se observó en México la importante progresión del crédito bancario y de la entrada de divisas. Los bancos pudieron así equilibrar sus balances mediante la cesión al banco central de sus disponibilidades de divisas. La caída de estas últimas en 1994 implicó la progresión de su endeudamiento ante el banco central.

a.3.2) Factores explicativos de la caída en las disponibilidades de divisas de los bancos mexicanos en 1994

Dos elementos explicativos fundamentales de la caída de las disponibilidades de divisas de los bancos mexicanos son, por un lado, las características de la estructura del flujo de entrada de divisas en el periodo 1989-1994 (a.3.2.1.) y, por otro, el tipo de régimen de tasa de cambio (a.3.2.2.).

a.3.2.1) Evolución del monto y de la estructura del flujo de divisas en el periodo 1989-1994

En el cuadro 30 y las gráficas 33 y 34 se observa la evolución del monto y de la estructura del flujo de entrada de divisas registrado en la balanza de pagos durante el periodo 1989-1994 (omitimos al sector público, ya que éste redujo su endeudamiento en la mayor parte de este periodo).

⁴ A las consecuencias de la progresión del crédito bancario al sector productivo y de la evolución negativa de los factores autónomos de la liquidez bancaria, sobre el monto del refinanciamiento del banco central, se adicionó un aumento de ese monto debido a modificaciones de orden contable. En efecto, a partir de diciembre de 1994 la cesión de títulos públicos al banco central por los bancos comerciales está clasificada como refinanciamiento de los bancos y no, como anteriormente, como una adquisición de títulos públicos por el banco central (y, en consecuencia, como financiamiento al sector público). Véase Banco de México, *Indicadores económicos*, agosto de 1996, pp. 1-10, nota 2.

⁵ Mientras que el monto de los títulos públicos en poder del banco central en noviembre de 1994 fue de 28.2 miles de millones de pesos, el del aumento del refinanciamiento de los bancos comerciales entre noviembre y diciembre de 1994 fue de 84.7 miles de millones de pesos. Véase Banco de México, *op. cit.*

Cuadro 30

Monto y estructura del flujo de divisas, 1989-1994 (millones de dólares)

	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)	%
		%	%	%	%	%	%
<i>Exp. Mercanc.</i>	*22 842	40 711	42 688	46 196	51 886	60 882	59.4
<i>Petroleras</i>	7 876	10 104	8 166	8 307	7 418	7 445	
<i>No Petroleras</i>	14 966	30 607	34 521	37 889	44 468	53 437	
<i>Invisibles**</i>	15 284	14 677	15 155	15 107	14 759	17 490	17.1
<i>Deuda***</i>	980	10 741	12 257	7 867	14 822	9 107	8.9
<i>B. de Des.</i>	nég.	4 995	2 341	1 730	3 834	4 382	
<i>B. Comerc.</i>	980	4 250	6 052	1 070	3 598	1 288	
<i>S. Privado</i>	nég.	1 496	3 864	5 067	7 390	3 437	
<i>Invers. Extran.</i>	3 530	4 628	14 489	17 293	22 486	15 057	14.6
<i>Directa</i>	3 037	2 633	4 762	4 393	4 901	10 973	
<i>Portafolio</i>	493	1 994	9 728	12 900	17 585	4 084	
<i>Acciones</i>	n.d.	n.d.	6 332	4 783	10 717	4 084	

Cuadro 30 (continuación)									
Monto y estructura del flujo de divisas, 1989-1994 (millones de dólares)									
	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)			
	%	%	%	%	%	%	%	%	%
M. Monet.	n.d.	n.d.	3 396	8 117	6 868	0			
Total	42 636	70 757	84 589	86 463	103 953	102 536	100	100	100

* Incluye las exportaciones de las maquiladoras.

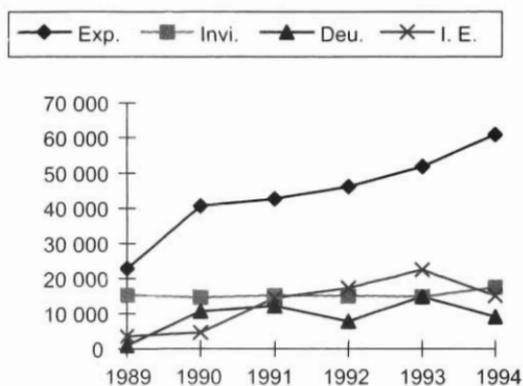
** El rubro de "invisibles" abarca los servicios no factoriales, constituidos principalmente por los gastos de los extranjeros de visita en México y los servicios factoriales, que conciernen fundamentalmente al pago de los intereses.

*** El endeudamiento del Sector Público no se incluyó, ya que fue negativo en la mayor parte de este periodo, n.d.: no disponible.

Cuadro elaborado a partir de los datos sobre la balanza de pagos presentados por el INEGI y el Banco de México.

Gráfica 33

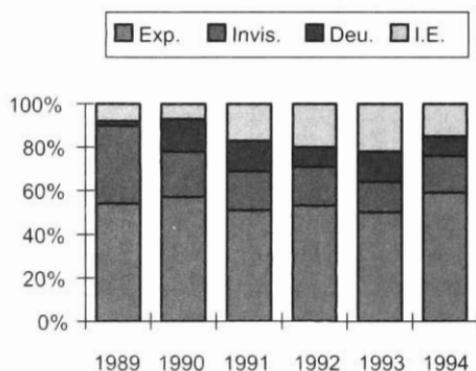
Evolución del monto de entrada de divisas (1989-1994) (M. de D.)



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 30.

Gráfica 34

Evolución de la estructura del flujo de divisas según su origen (1989-1994)



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 30.

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

<i>Cuadro 31</i>						
<i>Participación de las maquiladoras y de los productos no petroleros en el total de las exportaciones (1989-1994)</i>						
	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)
<i>Maqui.</i>	35.1	34.1	37.1	40.4	42.1	43.1
<i>P. no P.</i>	65.5	75.2	80.9	82.0	85.7	87.8

Cuadro elaborado a partir de NAFIN, *La economía mexicana en cifras*, 1995, p. 317.

El análisis de este cuadro permite subrayar tres aspectos: primero, la progresión importante de la entrada de divisas, cuyo monto se multiplicó por dos veces y media entre 1989 y 1994. Segundo, la importante contribución a esta progresión de las divisas obtenidas mediante la exportación de mercancías, multiplicadas en el periodo considerado por 2.6, y de la inversión extranjera (IE), cuyo monto en 1993 representó 6.4 veces el de 1989. Finalmente, se observa también una progresión significativa del endeudamiento de las empresas del sector privado en el periodo 1991-1993, así como variaciones positivas en el endeudamiento de los bancos de desarrollo y de los bancos comerciales, aun si para éstos la magnitud de estas variaciones está en disminución. La evolución del endeudamiento externo de los bancos comerciales oculta, sin embargo —como lo constataremos más adelante, la progresión de su endeudamiento a corto plazo a lo largo del periodo 1989-1994—.

Una observación importante es que el aumento de las exportaciones refleja la progresión de las exportaciones no petroleras y de los productos de las maquiladoras. Esto se observa en el cuadro 31 y las gráficas 35 y 36.

Sin embargo, la progresión de las disponibilidades de divisas en el periodo 1989-1994, estaba fundada en dos elementos que fragilizaban el equilibrio de la balanza de pagos.

- 1) La progresión del déficit de la balanza corriente, cuya evolución puede ser observada en el cuadro 32:

Cuadro 32

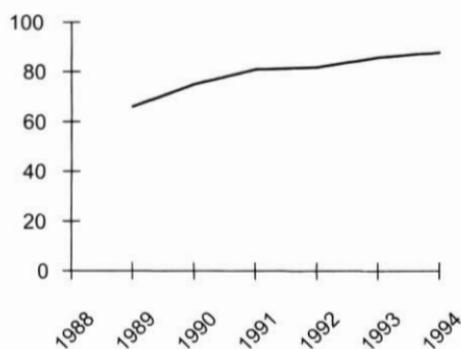
*Evolución del saldo de la balanza corriente y dimensión de este saldo respecto al total de las exportaciones, * 1989-1994 (millones de dólares)*

(1989)		(1990)		(1991)		(1992)		(1993)		(1994)	
- 6 085	16.0	- 7 114	12.8	- 14 893	25.7	- 24 804	40.5	- 23 393	35.1	- 29 662	37.8

* Exportaciones registradas en la balanza corriente.
Cuadro elaborado a partir de los datos del INEGI y del Banco de México.

Gráfica 35

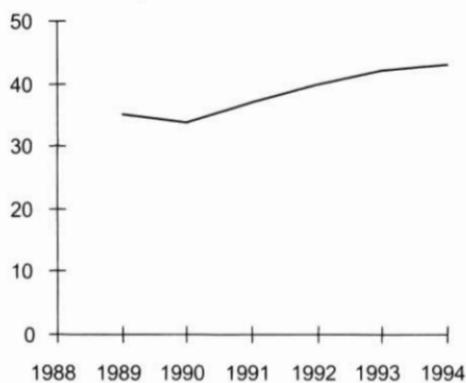
Participación de las exportaciones no petroleras en el total de las exportaciones, 1988-1994



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 31.

Gráfica 36

Participación de las "Maquiladoras" en el total de las exportaciones, 1989-1994



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 31.

- 2) El financiamiento de ese déficit mediante la inversión extranjera y la importancia, dentro de esta inversión, de las inversiones a corto plazo (estas últimas representaron, en 1991, 1992 y 1993, respectivamente, 23.4, 46.9 y 30.5% del total de la inversión extranjera). En efecto, la IE permitió equilibrar la balanza de pagos y acrecentar las reservas internacionales, pero este equilibrio se vio fragilizado por la importancia de los recursos a corto plazo cuya naturaleza extremadamente volátil fue puesta en evidencia por su desaparición en el año 1994.

El déficit de la balanza corriente y la importancia de los recursos extranjeros a corto plazo explican la pérdida de confianza, en 1994, de los inversionistas nacionales y extranjeros en la capacidad de las autoridades mexicanas para respetar sus compromisos en materia de tasa de cambio. Esto condujo a la caída de la disponibilidad de divisas.

a.3.2.2) El régimen de tasa de cambio y la caída de las disponibilidades de divisas

Distinguimos dos etapas principales en la evolución del régimen de tasa de cambio en México en el periodo 1982-1994. Primero, en diciembre de 1982, se instauró la obligación de cesión de divisas al banco central, así como medidas conexas de control de cambios que se traducían en un mercado de cambios dual que abarcaba, por un lado, una tasa de mercado controlada aplicable a transacciones determinadas que representaban alrededor de 70.0% de todas las transacciones comerciales y de todos los pagos (esa tasa fue ajustada regularmente desde enero de 1989) y, por otro lado, una tasa de mercado libre aplicable a las otras transacciones.

Después, a partir de noviembre de 1991, las diferentes disposiciones del control de cambios fueron abandonadas y la tasa controlada se fusionó con la tasa libre en una tasa única que era ajustada de manera progresiva. En efecto, se introdujo un margen de fluctuación que se amplió progresivamente para alcanzar 4 puntos al final de 1992 y 15 en diciembre de 1994.

Ahora bien, señalamos anteriormente el déficit creciente de la balanza corriente y la importancia de la inversión extranjera de

portafolio a corto plazo en el periodo 1989-1994. En el marco de estas características de la balanza de pagos y de la progresión del crédito bancario, la aparición de sucesos políticos graves provocó ataques contra el peso en marzo y diciembre de 1994 y la salida masiva de capitales. A lo anterior se adicionó otro fenómeno que contribuyó a reducir la disponibilidad de divisas: cuando las perspectivas de depreciación del peso se acentuaron, ciertos segmentos del sector de las empresas, muy endeudados en dólares ante los bancos nacionales, así como numerosos inversionistas extranjeros y nacionales, adquirieron títulos en dólares o indexados al dólar (Tesobonos).

El banco central sostuvo al peso esencialmente mediante intervenciones masivas en el mercado de cambios, lo que se tradujo en una rápida disminución de las reservas internacionales, que representaron 11 000 millones de dólares a mediados diciembre de 1994, mientras que habían alcanzado 30 000 millones en febrero del mismo año. Ante la caída de las reservas internacionales, el banco central se vio obligado a dejar flotar libremente el peso a partir del 22 de diciembre. En enero de 1995 la tasa de cambio fluctuaba alrededor de 6 y 7 pesos por dólar, lo que representó una depreciación de alrededor de 40 o 50% respecto a la tasa de cambio prevalectante antes de la crisis de diciembre de 1994.

Las salidas masivas de capitales y la caída de las reservas internacionales provocaron, naturalmente, la escasez de divisas en los mercados financieros mexicanos. Una parte importante del total del crédito bancario (alrededor de 25% antes de la crisis de diciembre) estaba contratada en dólares y financiada, en gran parte, por líneas de crédito a corto plazo de bancos extranjeros. El respeto de sus compromisos con el extranjero, en un momento en que sus disponibilidades en divisas disminuían, implicó para los bancos mexicanos la necesidad de aumentar su endeudamiento externo. Sin embargo, la progresión del endeudamiento no parece haber sido suficiente para cubrir sus necesidades de refinanciamiento, lo que explicaría la progresión de su endeudamiento ante el banco central en 1994.

<i>Cuadro 33</i>								
<i>Ahorro nacional en México en porcentaje del PIB (1980-1994)</i>								
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Ahorro nacional	21.7	21.0	19.3	25.3	22.5	22.0	16.9	22.2
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	
Ahorro nacional	19.3	18.8	19.2	17.8	16.1	16.7	15.8	

Cuadro elaborado a partir de OCDE, Etudes économiques, Mexique, Paris, 1992, p. 80, para los años 1980 a 1987; y OCDE, Etudes économiques, Mexique, Paris, 1995, p. 8, para los años 1988 a 1994.

b) Papel del endeudamiento externo en el equilibrio de los balances de los bancos comerciales en México

En el periodo 1983-1994 los bancos mexicanos recurrieron de manera significativa al endeudamiento externo, que presentó, sin embargo, características particulares en el periodo 1989-1994. Estudiaremos el endeudamiento externo de los bancos comerciales mexicanos, primero en el periodo 1983-1994 (b.1.) y, después, en 1989-1994 (b.2). Finalmente examinaremos la evolución de la participación de los bancos y de las entidades no financieras en el endeudamiento externo de los bancos comerciales mexicanos (b.3).

b.1) Papel del endeudamiento externo en el equilibrio de los balances de los bancos comerciales en México en el periodo 1983-1994

Ante la debilidad del ahorro nacional, el endeudamiento externo ha tenido un papel importante en el sostén de la actividad de crédito y en el equilibrio de los balances de los bancos mexicanos.

En efecto, un ahorro elevado permitiría a los bancos ya sea recolectar recursos suficientes para prestar directamente lo que reciben, o pedir prestado a los otros intermediarios financieros en el mercado monetario la liquidez necesaria para su actividad. Ahora bien, el ahorro en México es tradicionalmente bajo y ha disminuido aun desde 1988. Esto se observa en el cuadro 33, que muestra la

evolución del ahorro nacional en proporción del PIB en México en el periodo 1980-1994.

La debilidad observada del ahorro nacional explica que los bancos comerciales mexicanos recurran al endeudamiento externo. En el cuadro 34 observamos la evolución del monto de este endeudamiento, así como su participación en el total del balance en el periodo 1983-1994.

Constatamos que el endeudamiento externo representó en promedio 18.0% del total del balance de los bancos comerciales en el periodo 1983-1994 y que las participaciones promedio, respectivamente, del endeudamiento a largo y a corto plazo fueron de 14.5 y de 3.5 por ciento.

b.2) Papel del endeudamiento externo en el equilibrio de los balances de los bancos comerciales en México en el periodo 1989-1994

En el periodo 1989-1994 los bancos comerciales equilibraron sus balances gracias a sus disponibilidades en divisas, que provenían principalmente de los depósitos inducidos por la progresión de las exportaciones y de la inversión extranjera, pero también gracias al endeudamiento externo, principalmente a corto plazo, ante bancos y entidades no financieras.

Ahora bien, se constata que la participación del endeudamiento externo en el total del balance de los bancos mexicanos disminuyó en el periodo 1989-1994 (véase cuadro 34). Este endeudamiento representó, en promedio, en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, 20.8 y 15.2 por ciento.

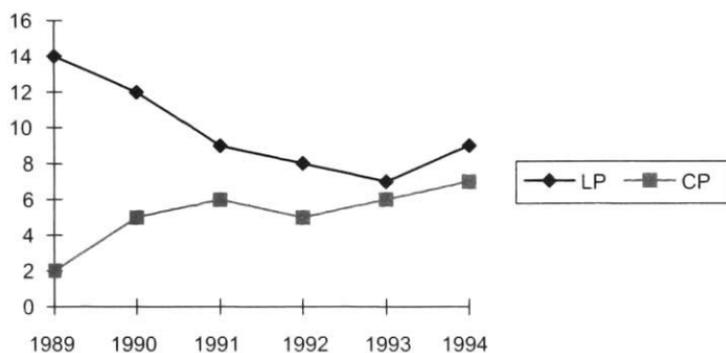
El aspecto fundamental del endeudamiento externo de los bancos comerciales en el periodo 1989-1994 es, sin embargo, la progresión constante de su endeudamiento a corto plazo. Este último aumentó, en promedio en los dos periodos señalados, respectivamente, de 1.8 a 5.3% del total del balance de los bancos comerciales mexicanos, y de 2.0% en 1989 a 7.0% en 1994 (véase gráfica 37). Esto muestra que la progresión de la actividad de crédito, desde 1989, fue sostenida por el creciente endeudamiento externo de los bancos comerciales. *El endeudamiento externo desempeñó entonces un*

Cuadro 34												
Endeudamiento externo de los bancos comerciales mexicanos. Monto en millones de pesos y participación en el total del balance (1983-1994)												
	(1983)		(1984)		(1985)		(1986)		(1987)		(1988)	
		%		%		%		%		%		%
L.P.	1 441	21	1 839	17	3 238	20	7 459	23	13 764	18	15 672	15
C.P.	103	2	144	2	210	1	478	1	1 747	2	3 440	3
Total	1 544	23	1 983	19	3 448	21	7 937	24	15 511	20	19 112	18
	(1989)		(1990)		(1991)		(1992)		(1993)		(1994)	
		%		%		%		%		%		%
L.P.	21 301	14	29 216	12	33 286	9	34 774	8	37 816	7	74 671	9
C.P.	3 279	2	11 486	5	24 209	7	25 051	5	33 221	6	53 418	7
Total	24 580	16	40 702	17	57 495	16	59 825	13	71 037	13	128 089	16

Cuadro elaborado a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años.

Gráfica 37

Participación del endeudamiento externo a largo y a corto plazo en el total del balance de los bancos comerciales mexicanos (1989-1994)



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 34.

papel equilibrante de los balances bancarios similar al del refinanciamiento del banco central en una economía de endeudamiento.

b.3) Evolución de la participación de los bancos y de las entidades no financieras en el endeudamiento externo de los bancos comerciales mexicanos

La evolución de las participaciones respectivas de los bancos extranjeros y de las entidades no financieras en el endeudamiento externo a corto plazo de los bancos comerciales mexicanos puede ser observada en el cuadro 35, que muestra la disminución de la participación del crédito bancario en el periodo 1989-1994. En efecto, la deuda externa a corto plazo de los bancos comerciales mexicanos fue contratada, en el periodo 1983-1988, en 42.5% ante bancos, y en 57.5% ante entidades no financieras, mientras que en

Cuadro 35

*Deuda a corto plazo de los bancos comerciales mexicanos ante bancos y entidades no financieras del extranjero.
Montos en millones de pesos y participación porcentual (1983-1994)*

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)
Bancos	36 35%	68 47%	104 49%	288 60%	640 37%	918 27%
ENF	67 65%	76 53%	106 51%	190 40%	1 107 63%	2 522 73%
	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)
Bancos	501 15%	1 234 11%	2 950 12%	7 684 31%	8 829 27%	11 166 21%
ENF	2 778 85%	10 252 89%	21 259 98%	17 367 69%	24 329 73%	42 252 79%

Cuadro elaborado a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años.

el periodo 1989-1994 esas participaciones fueron, respectivamente, de 19.0 y de 81.0 por ciento.

La evolución de los factores autónomos de la liquidez bancaria fue favorable a un débil endeudamiento de los bancos mexicanos ante el banco central, en la mayor parte del periodo 1983-1994. En particular, el aumento de las disponibilidades en divisas desde 1989 permitió a los bancos equilibrar sus balances mientras su distribución de crédito progresaba. La caída de esas disponibilidades en 1994 implicó el aumento importante del refinanciamiento de los bancos por el banco central.

También el endeudamiento externo permitió a los bancos comerciales mexicanos sostener su actividad de distribución de crédito y equilibrar sus balances. *El análisis de la estructura por plazos del endeudamiento externo muestra la progresión del endeudamiento a corto plazo desde 1989 y pone en evidencia el importante papel que éste desempeñó en el equilibrio de los balances de los bancos mexicanos al sustituir al refinanciamiento del banco central.*

Como veremos enseguida, las disposiciones institucionales de la política monetaria y de la política presupuestal también han contribuido de manera importante a la debilidad del endeudamiento de los bancos ante el banco central en México.

c) El papel de las disposiciones institucionales de la política monetaria y de la política presupuestal en la debilidad del refinanciamiento del banco central en México

Las disposiciones institucionales surgidas de la política monetaria y de la política presupuestal tuvieron consecuencias, respectivamente, sobre el volumen y la orientación del crédito bancario durante el periodo 1983-1994. Mediante estas dos vías contribuyeron a limitar el refinanciamiento de los bancos ante el banco central.

Estudiaremos las consecuencias sobre el volumen de refinanciamiento del banco central, primero de las disposiciones institucionales ligadas a la política monetaria (c.1) y, enseguida, de las disposiciones surgidas de la política presupuestal (c.2).

c.1) Las disposiciones de la política monetaria y la debilidad del refinanciamiento del banco central en México

Examinaremos los instrumentos de la política monetaria y su carácter restrictivo en México en la sección III de este capítulo. Aquí nos limitaremos a subrayar la incidencia de las disposiciones surgidas de la política monetaria sobre la utilización por los bancos del refinanciamiento del banco central en el periodo 1983-1994. Para lo anterior es necesario distinguir dos subperiodos: 1983-1988 y 1989-1994.

En el periodo 1983-1988 la política monetaria se basó en un mecanismo de reservas obligatorias que limitaba la creación monetaria de los bancos y, en consecuencia, su necesidad de refinanciamiento ante el banco central. Este mecanismo, llamado encaje legal, alcanzó su más grande intensidad en 1986 y 1987, cuando el coeficiente de reservas obligatorias impuesto a los bancos representó 100.0% de sus recursos provenientes del público. En esas condiciones, el dinero bancario (cheques) representó tan sólo el dinero central bajo una forma material diferente, puesto que estaba apoyado en este último. La creación monetaria de los bancos fue reducida al mínimo, y su actividad de crédito se limitó al monto de sus excedentes de reservas.

En el periodo 1989-1994 la política monetaria continuó restringiendo la creación monetaria de los bancos, pero se centró cada vez más en el control del acceso de los bancos al dinero central mediante operaciones de mercado abierto. En consecuencia, los bancos ejercieron su actividad de crédito con base en el principio implícito de un refinanciamiento limitado del banco central, que se concretó en un instrumento práctico de la política monetaria inmediatamente después de la crisis de diciembre de 1994. En efecto, se adoptó como instrumento de política monetaria para 1995 el establecimiento de un tope al crédito interno neto del banco central y se señaló expresamente que debía ser considerado como un límite máximo y no como un objetivo (Banco de México, 95).

Al limitar la creación monetaria de los bancos y al manifestar una disposición muy limitada a refinanciarlos, las disposiciones de la política monetaria en México, durante el periodo 1983-1994,

redujeron la utilización del refinanciamiento del banco central por los bancos. Este refinanciamiento pudo ser mantenido (como lo constatamos anteriormente) a un nivel mínimo, en tanto que la evolución de los factores autónomos de la liquidez bancaria favoreció la liquidez de los bancos.

c.2) Disposiciones de la política presupuestal y debilidad del refinanciamiento del banco central en México

Se constata que los créditos al Estado y al exterior representaron, en el periodo 1983-1993, los principales rubros del activo del banco central en México. Los créditos a la economía tuvieron, en cambio, una débil participación. En este aspecto las disposiciones de la política presupuestal desempeñaron un papel importante.

Estudiaremos las características de las contrapartidas de la masa monetaria en los distintos tipos de sistema financiero (b.2.1.) y la incidencia de la política presupuestal sobre la estructura del activo del banco central en México (b.2.2.).

c.2.1) Sistema financiero y contrapartidas de la masa monetaria

La estructura del activo del balance del banco central es un indicador del sistema financiero al que pertenece una economía. Así, en el sistema de mercados financieros el rubro preponderante es el de "créditos al Estado", puesto que es el instrumento principal de las operaciones de mercado abierto realizadas por el banco central.⁶ En cambio, en una economía de endeudamiento el rubro más importante lo constituye el de "créditos a la economía".

En efecto, en una economía de mercados financieros los bancos poseen un importante *stock* de títulos públicos que utilizan para fines de administración de tesorería, pero también para adaptar sus reservas obligatorias al volumen de crédito que distribuyen. Los bancos emiten dinero en contrapartida de la adquisición de títulos públicos que el banco central está obligado a refinanciar.

⁶ Los créditos al Estado están constituidos por los avances consentidos directamente al Estado más los títulos públicos refinanciados por el banco central.

Cuadro 36

*Evolución de la estructura del activo del balance del banco central
en México (1983-1994)*

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)
Cr./Ext.	17.6	26.6	25.2	37.4	72.6	30.8	31.7	42.1	70.3	76.1	106.3	49.9
Cr./Econ.	79.2	70.2	73.2	61.6	26.9	66.9	67.8	56.9	27.7	20.4	-11.8	-105.6
Cr./Econ.	3.2	3.2	1.6	1.0	0.5	2.3	0.5	1.0	2.0	3.5	5.5	155.7

Cuadro establecido a partir de FMI, *Statistiques Financières Internationales*, 1995, p. 273.

La importancia del *stock* de la deuda pública constituye así una contrapartida esencial de la masa monetaria.

En una economía de endeudamiento, en la que la distribución de crédito bancario está articulada con el sector real, el financiamiento monetario del Estado es considerado inflacionista y el volumen de los créditos a la economía es, en consecuencia, la contrapartida más importante de la creación monetaria.

c.2.2) La incidencia de las disposiciones de la política presupuestal sobre el volumen del refinanciamiento del banco central en México

La estructura del activo del banco central en México en el periodo 1983-1994 se observa en el cuadro 36.

En el cuadro 37 se constata que, excepto en el año 1987, los créditos al Estado predominaron en el periodo 1983-1990. En 1993 y 1994, al contrario, hay un desendeudamiento del Estado ante el sistema bancario. En el periodo 1991-1993 son los créditos al exterior los que constituyen la contrapartida principal de la base monetaria. Los créditos a la economía ocuparon el tercer lugar en la estructura del activo del banco central en México durante el periodo 1983-1993, y en 1994 se transforman, por primera vez, en el rubro más importante en el activo del banco central. En este año el monto de los créditos a la economía representó más de una vez y media el monto de la base monetaria.

En el cuadro teórico de una economía de mercados financieros, la elevada tasa de autofinanciamiento de las empresas es un factor explicativo de la importancia dada al sector público y, en consecuencia, de los créditos otorgados al Estado. Ahora bien, ya constatamos, en la primera parte de este trabajo, la debilidad de la tasa de autofinanciamiento de las empresas en México y la importancia del crédito bancario entre sus fuentes de financiamiento externo. Constataremos también la importancia de la actividad de crédito entre los bancos mexicanos en el capítulo IV. En estas condiciones se esperaría una participación importante de los créditos en la economía en el activo del balance del banco central. Sin embargo, se constata, en la mayor parte del periodo estudiado, la preponderancia del crédito al Estado.

Líneas atrás analizamos la influencia de las disposiciones de la política monetaria en la debilidad del refinanciamiento de los bancos ante el banco central. La política presupuestal contribuyó también a la débil participación de los créditos a la economía en el activo del banco central al privilegiar el financiamiento del sector público. En efecto, el crédito bancario fue dirigido principalmente hacia ese sector durante la mayor parte de los años ochenta. Las reservas obligatorias de los bancos se consagraron al financiamiento del sector público y, en consecuencia, fue en los años 1986 y 1987, cuando esas reservas representaron 100% de los depósitos bancarios, que la participación de los créditos al Estado en el activo del balance del banco central fue más importante.

Con la reducción del déficit público y el desarrollo del mercado de títulos públicos que permitió una significativa participación de los particulares en ese mercado se observó, a partir de 1989, un crecimiento muy importante del crédito dirigido hacia el sector privado. Esta nueva orientación del crédito bancario, formalizada por cierto con la autonomía del banco central, se muestra en la gráfica 38.

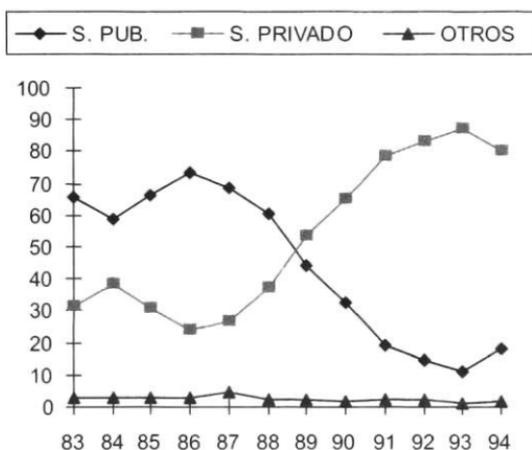
Deducimos, entonces, que la política presupuestal, al privilegiar el financiamiento bancario del sector público contribuyó a la debilidad del refinanciamiento de los bancos en la mayor parte de los años ochenta. El crecimiento del crédito dirigido hacia el sector privado desde 1988, y su preponderancia respecto al crédito canalizado hacia el sector público desde 1989, constituye el principal factor explicativo de la progresión ligera de los créditos hacia la economía observada a partir de 1992 y de su aumento espectacular durante 1994, producto de la progresión del endeudamiento de los bancos ante el banco central.

RESUMEN

La debilidad del refinanciamiento de los bancos ante el banco central parece poco coherente con la articulación de los sectores real y financiero en México que, como hemos visto, está basada en la utilización del crédito bancario. Por esta razón es interesante estudiar los elementos que contribuyen al equilibrio de los balances bancarios.

Gráfica 38

Participación del crédito en los sectores público y privado en el total del crédito bancario al sector no financiero (1983-1994)



Gráfica elaborada a partir de Banco del México, *Informe anual*, varios años.

Constatamos que los factores autónomos de la liquidez bancaria tuvieron un papel favorable para un reducido refinanciamiento de los bancos comerciales en la mayor parte del periodo 1983-1994. Ahora bien, en 1989-1994 observamos la progresión de la distribución de crédito de los bancos; el equilibrio de los balances bancarios se obtuvo en este periodo gracias al aumento de sus disponibilidades en divisas (debidas a la progresión de las exportaciones y de la inversión extranjera) y gracias a la utilización del endeudamiento externo de los bancos.

Respecto a este último periodo debemos hacer dos observaciones: la caída de las disponibilidades de divisas en 1994 implicó el aumento sustancial del refinanciamiento de los bancos ante el banco central, y la progresión del endeudamiento externo a corto plazo de los bancos comerciales desde 1989 les permitió, al sustituirse al refinanciamiento del banco central, sostener el aumento de su distribución de crédito.

Por otra parte, *la política restrictiva, seguida por las autoridades monetarias, contribuyó a la debilidad del refinanciamiento del banco central.* En el periodo 1983-1998 la canalización prioritaria del crédito bancario hacia el sector público también explica la débil participación de los créditos a la economía en el activo del balance del banco central.

Las disposiciones de la política monetaria, que buscan controlar la base monetaria para limitar la distribución de crédito, ponen en evidencia un análisis de la oferta de crédito en México basado en el mecanismo del multiplicador de crédito. La pregunta que nos haremos será, entonces, la de saber si este análisis fue pertinente en el periodo que estudiamos dada la importancia que tuvo durante el mismo el crédito bancario en el financiamiento de la economía.

§3. PERTINENCIA DEL ANÁLISIS DE LA OFERTA DE CRÉDITO
PREVALECIENTE EN MÉXICO Y CONSECUENCIAS
DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO DE LOS BANCOS SOBRE
EL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO

Las decisiones de las autoridades monetarias ponen en evidencia un análisis de la oferta de crédito en México basada en el mecanismo del multiplicador del crédito. Sin embargo, este análisis parece poco adecuado a la articulación, basada en el crédito bancario, de los sectores real y financiero en México, durante el periodo 1989-1994. El aumento de la necesidad de financiamiento del sector productivo, desde 1989 y hasta 1994, parece oponerse a este análisis y, en particular, al papel que se atribuye en el banco central.

Por otra parte, la importancia del endeudamiento externo de los bancos mexicanos nos conduce a cuestionarnos sobre sus consecuencias en el funcionamiento del sistema financiero.

Examinaremos, pues, primero la pertinencia del análisis de la oferta de crédito bancario prevaleciente en México (A) y enseguida la relación entre el endeudamiento externo y el financiamiento del sistema financiero mexicano (B).

A. Pertinencia del análisis de la oferta
de crédito prevaleciente en México

Primero veremos el análisis de la oferta de crédito prevaleciente en México (a) y después evaluaremos su pertinencia respecto a la articulación de los sectores real y financiero en el periodo 1989-1994 (b).

a) El análisis de la oferta de crédito en México

Este análisis está basado en el mecanismo del multiplicador del crédito supone que la base monetaria es la variable causal (o exógena) y que la masa monetaria es la variable inducida (o endógena).⁷ En esta lógica, el banco central fija un tope al volumen del refinanciamiento en función de los objetivos de inflación.⁸ El control estricto de la base monetaria se refleja en una actitud pasiva de los bancos, que sólo distribuyen crédito una vez asegurado el aumento en su liquidez. Este análisis está en la base de una economía de mercados financieros.

Ahora bien, la lógica del multiplicador se basa en el principio según el cual la oferta de crédito, fijada por las autoridades monetarias, determina la demanda de crédito. Esta lógica subraya el carácter inflacionista del crédito bancario y deja de lado su papel en tanto elemento que propicia y sostiene el crecimiento económico. La lógica del multiplicador parece así adecuada a los sistemas financieros en los que el crédito tiene una función secundaria en el financiamiento de la actividad económica.

⁷ Al contrario, una lógica de la oferta de crédito según el mecanismo del divisor del crédito supone que la masa monetaria es la variable causal y la base monetaria la variable inducida.

⁸ Así, el banco central fijó primero, como techo al crédito interno para 1995, un monto límite de 12 000 millones de nuevos pesos, después esta cifra fue reducida a 10 000 millones de NP. Este monto se determina en función de la evolución esperada del PIB y de la tasa de inflación. El banco central señaló que el monto del crédito interno podría ser inferior al monto fijado, este último constituye un límite superior.

En cambio, en un sistema financiero en el que el crédito es la principal fuente de financiamiento de las empresas, la lógica del divisor del crédito se impone, pues la oferta de crédito no determina la demanda, sino que está ligada a la actividad económica que la genera. La oferta depende del comportamiento de los bancos, de manera que la oferta y la demanda de crédito se determinan mutuamente. La lógica de la oferta de crédito es característica del marco teórico de una economía de endeudamiento, en la que el banco central es un prestamista obligado de última instancia. En este marco analítico, la demanda de crédito de las empresas es demanda de creación de medios de financiamiento y los bancos están endeudados ante el banco central.

b) Pertinencia del análisis de la oferta de crédito prevaleciente en México, respecto a la articulación de los sectores real y financiero en el periodo 1989-1994

El análisis de la oferta de crédito a partir del multiplicador parece inadecuado respecto a la articulación, basada en el crédito bancario, de los sectores real y financiero en México durante el periodo 1989-1994. Efectivamente, la lógica del multiplicador supone una distribución de crédito limitada a las reservas excedentes de los bancos e implica una intervención reducida del banco central en el equilibrio de los balances bancarios. En estos dos aspectos, una oposición entre la lógica del multiplicador y el modo de articulación de los sectores real y financiero fue puesta en evidencia por la progresión, desde 1989, de la inversión de las empresas y del crédito dirigido al sector productivo.

- a) En primer lugar, una oposición entre el principio de una distribución de crédito limitada a las reservas excedentes de los bancos, propia al análisis teórico del multiplicador, y, por otra parte, la diferencia entre la necesidad de financiamiento del sector productivo y el ahorro disponible en la economía mexicana. En efecto, el volumen de crédito que implicaría ese principio sería seguramente insuficiente para satisfacer

la necesidad de financiamiento de la economía mexicana. Constatamos ya, a este respecto, que la tasa de autofinanciamiento de las empresas mexicanas implica una utilización significativa del crédito bancario.

En un contexto en el que los mercados financieros están poco desarrollados, la limitación de la creación de medios de financiamiento por los bancos al monto de sus reservas excedentes reduce la actividad económica general. Debido el acceso diferente de las empresas al crédito bancario en función de su tamaño, esta limitación del crédito bancario afecta a las *PME* prioritariamente.

- b) En segundo lugar, una oposición aparece entre el papel limitado que se otorga al banco central en el marco del análisis del multiplicador y el papel fundamental del crédito bancario en la determinación del nivel de actividad económica en México. El análisis prevaleciente en México supone una distribución de crédito limitada a las reservas excedentes de los bancos. Esta creación monetaria limitada provocaría a los bancos una reducida necesidad de dinero central, que podría satisfacerse mediante la venta de títulos negociables en el mercado monetario. Esto explicaría la debilidad del endeudamiento de los bancos ante el banco central.

La progresión de la distribución de crédito en México desde 1989 se explica, en la perspectiva del multiplicador, según el encadenamiento siguiente: aumento de las disponibilidades de las divisas-aumento de las reservas-aumento del crédito. En esta lógica, la disminución del monto de divisas conduciría a una disminución de las reservas y, en consecuencia, del crédito.

Puesto que la constitución de reservas es anterior a la distribución de crédito, esta lógica no explica la progresión durable del endeudamiento de los bancos ante el banco central. En efecto, la disminución de la entrada de divisas, según esta lógica, provoca la disminución de la distribución de crédito. Una caída en la disponibilidad de divisas exige, en ese marco, la intervención del banco central, pero ésta tendría entonces un carácter excepcional y de corto plazo.

En México hay una relación directa entre el nivel de actividad económica y el volumen de crédito distribuido. La progresión de la inversión de las empresas en el periodo 1989-1994 se reflejó en un aumento del crédito bancario al sector productivo.

La debilidad estructural de los mercados financieros y la reducción del déficit público en este periodo no permitieron a los bancos disponer de un volumen de títulos suficiente (en tanto reservas de liquidez) para financiar el aumento de su distribución de crédito. En esas condiciones, se hubiera esperado un aumento del endeudamiento de los bancos comerciales ante el banco central. Esta progresión reflejaría el papel esencial del crédito bancario en la determinación del nivel de actividad económica. Sin embargo, constatamos la estabilidad del endeudamiento de los bancos a un nivel poco significativo, al mismo tiempo que la actividad económica aumentaba. La disminución de las reservas internacionales en abril de 1994 y su caída en diciembre de ese año exigieron, sin embargo, la intervención importante del banco central a fin de equilibrar los balances bancarios.

Contrariamente a la explicación propuesta por el análisis prevaleciente en México, sugerimos entonces que la razón principal del aumento del endeudamiento de los bancos ante el banco central no fue la evolución negativa de los factores autónomos de la liquidez bancaria, sino la progresión de la creación monetaria de los bancos en respuesta al crecimiento de las necesidades de financiamiento del sector productivo. La caída de las disponibilidades de divisas no hizo más que mostrar el estado de endeudamiento potencial de los bancos.

Más brevemente, *puede considerarse que en el periodo 1989-1994, el funcionamiento de la economía mexicana se acercó al de una economía de endeudamiento: el crecimiento de la inversión del sector productivo provocó la progresión de la oferta de crédito bancario según la lógica del divisor de crédito. Esto fue posible gracias al aumento excepcional de divisas constatado en este periodo y por la progresión del endeudamiento externo a corto plazo de los bancos, que sustituyó el papel de prestamista de última instancia que corresponde al banco central en una economía de endeudamiento. Cuando las disponibilidades en divisas disminuyeron de manera sustancial, el banco central se vio obligado a elevarlas en tanto factor de equili-*

brio de los balances bancarios. Esto muestra que el banco central tiene un papel fundamental en el mantenimiento del crecimiento económico en México (a diferencia de aquellas economías en las que una tasa de autofinanciamiento elevada y mercados financieros desarrollados aseguran un apoyo mínimo al crecimiento de la actividad económica).

Este planteamiento se apoya en el nivel elevado alcanzado por el endeudamiento de los bancos ante el banco central, que fue representativo de una economía de endeudamiento desde diciembre de 1994, y durante el periodo en que fue importante esta intervención del banco central (hasta diciembre 1996). La participación de los créditos del banco central a los bancos creadores de dinero, representó, en proporción de la base monetaria, 106.0% en diciembre 1994, 53.1% en diciembre 1995, 48.1% en septiembre 1996, y 11.5% en diciembre 1996. Sin embargo, la reducción progresiva de este endeudamiento muestra que no se trata de un cambio permanente del papel del banco central en México, sino de un fenómeno temporal ligado a la crisis monetaria de diciembre de 1994.

El carácter temporal o pasajero del elevado nivel de refinanciamiento mostraría que en el largo plazo es el multiplicador de crédito el esquema adecuado para explicar la creación monetaria de los bancos en México. Más aún, la disposición de las autoridades monetarias de inicios de 1997, según la cual los bancos comerciales deben tener un saldo promedio mensual igual a cero en el financiamiento obtenido ante el banco central, establece de manera institucional este mecanismo.

Sin embargo, en relación con el periodo 1989-1994, nos parece más adecuada la siguiente interpretación del comportamiento del banco central: no fue la entrada de divisas la que permitió la progresión del crédito bancario. La oferta de crédito no determinó la demanda, al contrario, fue la progresión del crédito, en respuesta a la demanda de creación de medios de financiamiento del sector productivo, la que fue apoyada *a posteriori* por la entrada de divisas. La demanda de crédito determinó entonces la oferta. Esta interpretación toma en cuenta la importancia del crédito en la determinación del nivel de actividad económica en México y su carácter endógeno.

El aumento del endeudamiento de los bancos mostraría, entonces, que la satisfacción de la necesidad de financiamiento de la economía durante los periodos de crecimiento y sin el apoyo de una evolución favorable de los factores autónomos de la liquidez bancaria (como una importante entrada de divisas) exige la intervención del banco central a fin de dar continuidad al sistema de financiamiento. En otras palabras, *el endeudamiento de los bancos pondría en evidencia una obligación de refinanciamiento que se ejerce sobre el banco central como consecuencia de la importancia del crédito bancario en la determinación del nivel de actividad económica.*

Este análisis de la oferta de crédito está basado en el mecanismo del divisor del crédito, propio de una economía de endeudamiento. La hipótesis de un funcionamiento del sistema financiero mexicano cercano al de una economía de endeudamiento permite tomar en cuenta la articulación, basada en la utilización de crédito bancario por las empresas, de los sectores real y financiero en México y ofrece una interpretación teórica a la modificación del comportamiento del banco central en los años 1994-1996.

Lo que está en la base de las oposiciones subrayadas es que la reorientación del crédito bancario hacia el sector privado implicó un cambio cualitativo de la oferta de crédito. En efecto, anteriormente la capacidad de financiamiento del sector bancario se concentraba en el sector público y, como consecuencia, podía considerarse que la oferta de crédito era en gran parte exógena a la economía. Desde 1989, la concentración del crédito bancario en el sector privado, del que depende parte importante y creciente de la actividad de inversión en México, establece un lazo directo entre la necesidad de financiamiento del sector productivo y la oferta de crédito. Esta última es, desde entonces, endógena a la economía.

B. Endeudamiento externo de los bancos y funcionamiento del sistema financiero mexicano

Observamos ya que la progresión del crédito bancario desde 1989 hasta 1994 respondió a la necesidad de financiamiento creciente del sector productivo, lo que es representativo de la base real de

una economía de endeudamiento. También señalamos que las disponibilidades de divisas y el endeudamiento externo de los bancos les permitió distribuir crédito según la lógica del divisor del crédito. La disminución importante de las disponibilidades de divisas de los bancos mexicanos durante 1994 exigió entonces la intervención del banco central a fin de equilibrar sus balances. Esto puso en evidencia la obligación de refinanciamiento que se ejerce sobre el banco central en México durante los periodos de progresión de la actividad económica.

Por estas razones afirmamos que el funcionamiento del sistema financiero mexicano (SFM) se acercó al de una economía de endeudamiento en ese periodo. Ahora bien, el análisis de la incidencia *del endeudamiento externo de los bancos sobre el funcionamiento del SFM* nos conduce a moderar esta afirmación.

Efectivamente, el endeudamiento externo a corto plazo de los bancos se sustituyó al endeudamiento ante el banco central, por lo que consideramos que estamos en una economía endeudada. Este concepto, desarrollado por H. Bourguinat (1985), hace referencia a una economía caracterizada por una capacidad de obtención de préstamos cuasi automática ante los bancos extranjeros.

Este modo de financiamiento se observa en otros países en vías de desarrollo a los cuales el endeudamiento externo les ha permitido, desde finales de los años setenta, cubrir los faltantes de ahorro financiero interno y satisfacer las necesidades de financiamiento nacidas de los déficit de la cuenta corriente.

La cuestión que se plantea es saber si la importancia del endeudamiento externo implica una forma de endeudamiento interior diferente al de una economía de endeudamiento. En otras palabras, nos preguntamos si el SFM, en tanto economía endeudada, constituyó en este periodo (1989-1994) un tipo particular de economía de endeudamiento. Ahora bien, este último concepto implica una obligación de refinanciamiento que se impone al banco central. Nos preguntamos entonces si el financiamiento de los bancos extranjeros está sometido a esta obligación.

H. Bourguinat señala que en el sistema de economía internacional de endeudamiento los bancos están obligados, en función de su grado de involucramiento en el financiamiento de los países, a

proveer dinero fresco de manera que obtengan el pago de intereses. En particular los bancos americanos, como consecuencia de su participación preponderante en el total de préstamos bancarios internacionales, se han transformado en una especie de prestamista de última instancia.

Sin embargo, esta función de prestamista de última instancia hace referencia al deber del banco central, en caso de amenaza de crisis financiera, de proveer la liquidez necesaria a todo establecimiento bancario cuya insolvencia amenace al conjunto de bancos. Ahora bien, puede constatarse la ausencia de un prestamista de última instancia internacional con responsabilidades bien definidas. En efecto, el refinanciamiento de los bancos extranjeros se efectúa según modalidades que no aseguran la continuidad del circuito monetario como lo hace el banco central en una economía de endeudamiento.

En el sistema de economía internacional endeudada la función del prestamista de última instancia que realiza el banco central en una economía de endeudamiento no existe. Por esta razón concluimos que el sistema financiero mexicano constituyó, en el periodo que estudiamos 1989-1994, no una economía de endeudamiento sino una de crédito. Esto último en el sentido de que el crédito desempeñó un papel preponderante en el financiamiento de la economía y en las actividades bancarias, sin que esto implicara, sin embargo, un papel de prestamista obligado de última instancia para el banco central.

RESUMEN

El análisis de la oferta de crédito prevaleciente en México, a partir de la lógica del multiplicador del crédito, no parece adecuado para la articulación, basada en el crédito bancario, de los sectores real y financiero en México en el periodo 1989-1994. La evolución del crédito bancario en este periodo pone en evidencia una contradicción entre las evoluciones observadas y dos de los principios que están en la base de la lógica del multiplicador: la de una distribución de crédito limitada a las reservas excedentes de los bancos y una intervención reducida del banco central en el equilibrio de los balances bancarios.

Propusimos, en consecuencia, que la razón de fondo del aumento constatado del endeudamiento de los bancos ante el banco central durante 1994, fue la progresión de la actividad de creación de medios de financiamiento en respuesta a las necesidades del sector productivo. Los bancos equilibraron entonces sus balances gracias a su endeudamiento externo y a sus disponibilidades de divisas. La disminución de éstas no hizo más que revelar su estado de endeudamiento potencial.

El aumento del refinanciamiento del banco central muestra que durante los periodos de crecimiento económico, y en ausencia de una evolución favorable de los factores autónomos de liquidez bancaria, la satisfacción de la necesidad de financiamiento expresado por la economía exige la intervención del banco central para asegurar la continuidad del sistema de financiamiento. Así, puede considerarse que en el periodo 1989-1994 la demanda de crédito determinó la oferta según el esquema del divisor del crédito, propio del marco teórico de una economía de endeudamiento. Efectivamente, en el periodo señalado se observó en México una modificación de la naturaleza de la oferta de crédito bancario que evolucionó desde una oferta ampliamente exógena de la economía, ya que estaba consagrada básicamente al sector público, hacia una oferta de crédito determinada por la necesidad de financiamiento del sector productivo.

Sin embargo, se debe moderar esta última afirmación por la evolución constatada, dentro del crédito al sector privado, del crédito al consumo y el crédito a las empresas. Como se muestra en el capítulo siguiente, el crédito a las empresas redujo su participación en el total del crédito al sector privado. El crecimiento de éste favoreció básicamente el crédito al consumo.

Por otra parte, la orientación de la evolución del sistema financiero por las autoridades parece privilegiar un financiamiento de la economía basado en los mercados financieros.

El importante endeudamiento de los bancos ante el banco central desde diciembre 1994 y hasta diciembre 1996 puede considerarse como un fenómeno temporal ligado a la crisis monetaria de 1994.

Finalmente, el análisis de la incidencia del endeudamiento externo de los bancos sobre el funcionamiento del sistema financiero mexicano nos conduce a moderar la opinión según la cual este funcionamiento se acercó al de una economía de endeudamiento. *El endeudamiento externo*

redujo la necesidad de refinanciamiento de los bancos ante el banco. Se trata de una economía endeudada, pero no necesariamente de una economía de endeudamiento. El sistema financiero mexicano constituiría, así, una forma particular de economía de endeudamiento. Sin embargo, la función de prestamista obligado de última instancia, propia del banco central en este tipo de economía, no existe a nivel internacional. Esto nos conduce a concluir que, en el periodo estudiado, el sistema financiero mexicano constituyó una economía de crédito.

SECCIÓN III

LOS FACTORES LIMITATIVOS DE LA OFERTA DE CRÉDITO BANCARIO

Los bancos sólo pueden crear el dinero que les es demandado. Su creación monetaria está, entonces, limitada por las necesidades de liquidez de los agentes no financieros. Esas necesidades se reducen en los periodos de baja actividad económica y son elevadas en los de fuerte actividad; el crédito bancario es, en estas circunstancias, sistemáticamente insuficiente para cubrir el déficit de financiamiento de las empresas. Ahora bien, se sabe que los bancos crean sus propios recursos, la cuestión es saber qué les impide tener una oferta infinita de crédito.

Evidentemente, en el contexto de una economía abierta, la creación monetaria está limitada por la necesidad de mantener el equilibrio externo. En efecto, una creación monetaria excesiva provocaría, mediante la progresión de las importaciones, un déficit de la balanza de pagos que tarde o temprano exigiría la devaluación de la moneda nacional.

No estudiaremos este aspecto en el presente texto y nos concentraremos en los factores que limitan la distribución de crédito de los bancos en la economía nacional.

La liquidez y la rentabilidad constituyen dos condiciones permisivas de la oferta de crédito bancario; los factores que influyen negativamente sobre ellas son entonces limitativos de esta oferta y pueden ser de diferente tipo. Así, por un lado, la toma en cuenta del riesgo de no pago y de la asimetría de la información conduce

a los bancos, en tanto agentes que buscan maximizar su beneficio, a adoptar un comportamiento de racionamiento de crédito y, por otro, la política monetaria, que busca controlar la inflación, limita la liquidez bancaria.⁹

El estudio de la regulación monetaria en una economía de endeudamiento nos permitirá saber si los instrumentos de política monetaria utilizados en México son los correspondientes a ese tipo de economía. Pondremos también en evidencia el carácter restrictivo de la política monetaria en México y examinaremos el comportamiento de racionamiento de crédito de los bancos mediante los análisis de D. Hodgman, J.E. Stiglitz y A. Weiss, y de M. Jaffee y F. Modigliani. Finalmente, observaremos las consecuencias del riesgo de no pago sobre la oferta de crédito en México.

Estudiaremos la incidencia de la política monetaria sobre la oferta de crédito bancario (§1) y el papel del riesgo de no pago y de la asimetría de información en el comportamiento de racionamiento de crédito de los bancos (§2).

§1. POLÍTICA MONETARIA Y OFERTA DE CRÉDITO DE LOS BANCOS

El banco central persigue un objetivo de estabilidad de precios que lo conduce a actuar sobre la actividad bancaria. Su intervención toma la forma de una acción sobre la liquidez bancaria o de una acción cuantitativa directa sobre el crédito distribuido. Ahora bien, la utilización de estos instrumentos de política monetaria es diferente según el tipo de sistema financiero. El estudio de la política monetaria en una economía de endeudamiento nos permitirá situar los instrumentos utilizados en México respecto a la distinción economía de mercados financieros-economía de endeudamiento.

⁹ Evidentemente, ésta es una visión esquemática de la incidencia de los factores limitativos sobre una u otra de las condiciones permisivas de la oferta de crédito. En realidad la incidencia sobre una de esas condiciones implica, generalmente, un efecto sobre la otra. Esto ocurre, por ejemplo, con el control de la liquidez bancaria por el banco central mediante una reducción del acceso a la moneda central, realizada con una elevación de su costo y, en consecuencia, mediante un efecto sobre la rentabilidad de los bancos.

También nos preguntaremos si la política monetaria ha restringido la oferta de crédito bancario en México.

Examinaremos, sucesivamente, la relación entre el objetivo de estabilidad monetaria y la acción de las autoridades monetarias sobre la actividad bancaria (A), las vías de acción de la política monetaria sobre los bancos (B), las características de la política monetaria en una economía de endeudamiento (C), y la incidencia de la política monetaria sobre la distribución de crédito en México (D).

A. Estabilidad monetaria y actividad bancaria

Los objetivos perseguidos por el banco central y los bancos de segundo rango son de naturaleza diferente. En efecto, mientras que los de segundo rango buscan maximizar su resultado de explotación y se comportan como empresas, el banco central tiene un objetivo de naturaleza macroeconómica: realizar o acercarse al equilibrio monetario. El banco central es, así, el garante de la estabilidad de los precios.

Al perseguir este objetivo, el banco central, y más generalmente las autoridades monetarias, ejercen un control sobre las contrapartidas de la masa monetaria. Las relaciones con el exterior y la evolución de los créditos a la administración pública son contrapartidas particularmente difíciles de controlar por el banco central. Es entonces la distribución de crédito la que constituye el campo de acción principal del control monetario. Como son los bancos los que crean la casi totalidad del dinero en circulación, es sobre ellos que se ejerce, a título principal, la acción del banco central.

La acción sobre la distribución de crédito bancario se justifica porque ésta alienta particularmente el desarrollo de los procesos inflacionarios. Esto ha sido señalado por V. Levy-Garboua y B. Weymuller (1981) en los términos siguientes:

A falta de un ahorro suficiente, la satisfacción de las necesidades de los demandantes de préstamos se realiza mediante la creación de dinero gracias a la actividad bancaria. La emisión de moneda provocada por las necesidades de crédito tiende entonces a superar la necesidad nor-

mal de moneda de la economía. En tanto los créditos bancarios no sean reembolsados, los intercambios pueden ser multiplicados y facilitar, frente a las limitaciones ligadas a la rigidez de la producción, el alza de los precios.

La acción de las autoridades monetarias sobre los bancos se concreta en las diferentes vías de la política monetaria.

B. Las vías de acción de la política monetaria

Para controlar el crecimiento de la masa monetaria y del monto del crédito bancario, la política monetaria actúa sobre la situación de liquidez de los bancos a fin de obtener la evolución deseada de dicha masa. Otros procedimientos de acción directa, consistentes en un control cuantitativo de las operaciones de crédito, conocidos como "enmarcamiento" del crédito, son necesarios cuando existe gran dependencia de los bancos respecto al refinanciamiento del banco central.

Examinaremos la acción de las autoridades monetarias sobre la liquidez bancaria y, enseguida, la acción directa sobre el crédito distribuido conocida como "encuadramiento" del crédito.

a) La acción sobre la liquidez bancaria

La creación monetaria de los bancos es un múltiplo k del suplemento de liquidez en moneda central ΔE que obtienen, ya sea monetizando las divisas o refinanciándose, mediante el regreso a sus cajas de la moneda central creada durante las operaciones de financiamiento del Estado por el banco central.

Se puede entonces decir que:

$$\Delta M = \Delta E k \text{ o } (\Delta \text{Dev.} + \Delta \text{Ref.} + \Delta T) k$$

Donde: ΔM = variación de la masa monetaria.

ΔE = variación de las disponibilidades en moneda central.

$\ni D$ = variación de las divisas.

$\ni R$ = variación del refinanciamiento.

$\ni T$ = variación del financiamiento del Estado y

$k = 1/r + b - rb$ (multiplicador del crédito).

La política monetaria reduce la *creación monetaria de los bancos* al afectar sus disponibilidades en moneda central. Esto se realiza de manera directa, al modificar su posición de liquidez (el monto de sus disponibilidades en moneda central) mediante el sistema de reservas obligatorias, o actuando sobre su aprovisionamiento en moneda central ante el banco central, mediante la política de refinanciamiento.

a.1) Las reservas obligatorias

Los bancos comerciales pueden encontrarse, como consecuencia de la evolución de los factores autónomos de la liquidez bancaria, en una situación de relativa independencia respecto al banco central. Esto ocurre cuando se presenta un flujo importante de billetes hacia los bancos o cuando se manifiesta una entrada importante de divisas. En este caso se dice que el mercado monetario está "fuera de banca", porque los excedentes de ciertos bancos cubren las necesidades de liquidez de los bancos deficitarios.

El banco central ha creado una fuga artificial en la liquidez bancaria mediante el sistema de reservas obligatorias que hace que toda, o una parte, de la moneda central conservada por los bancos se encuentre indisponible, o bien, en el caso en que los bancos no posean moneda central, los obliga a obtenerla mediante refinanciamiento.

El sistema de reservas obligatorias impone a los bancos comerciales la obligación de conservar en el banco central, en una cuenta corriente no remunerada,¹⁰ cierta cantidad de moneda central, proporcional al volumen, por un lado, de sus depósitos y, por otro, de

¹⁰ En México las reservas obligatorias de los bancos son remuneradas a una tasa fijada por el Banco de México.

sus créditos. Por esta razón las reservas impuestas varían en valor absoluto, automáticamente, con los montos de depósito y de créditos y, por otra parte, cuando las tasas de esos depósitos o créditos son modificadas por las autoridades monetarias.

Una disminución de la tasa de reservas provoca que reservas hasta entonces obligatorias se vuelvan excedentarias; en este caso las disponibilidades en moneda central conservadas por los bancos aumentan. Inversamente, un aumento de esa tasa convierte en obligatoria una fracción de las reservas excedentarias, provocando la reducción de las disponibilidades en moneda central de aquellos bancos que continúan fuera de banca y agravando las necesidades de refinanciamiento de los otros bancos. Esto lo pone en evidencia la fórmula del multiplicador del crédito presentada más arriba:

$$\Delta M = \Delta E \frac{1}{r + b - rb}$$

La acción del banco central no se limita a la modificación de la liquidez de los bancos, sino que se ejerce también sobre el aprovisionamiento de esta liquidez.

a.2) La política de refinanciamiento bancario

A diferencia de la política de reservas obligatorias, la política de refinanciamiento no afecta la posición de liquidez de los bancos, sino que actúa sobre su aprovisionamiento en liquidez ante el banco central. El refinanciamiento de los bancos comerciales por el banco central se realiza según dos técnicas: la de descuento y la de mercado abierto.

El refinanciamiento por el banco central es la condición necesaria de la creación monetaria de los bancos comerciales cuando se encuentran en banca, es decir, cuando requieren refinanciamiento del banco central para equilibrar sus balances.

La actividad de distribución de crédito provoca un desequilibrio en el balance de los bancos, el pasivo aumenta en un monto igual al de los depósitos menos los billetes demandados, mientras que el activo aumenta en un monto igual al de los créditos distribuidos más las nuevas reservas. El banco central equilibra entonces, mediante el refinanciamiento, los dos lados del balance, al satisfacer

las necesidades de moneda central generadas por la actividad de distribución de crédito de los bancos.

La política de refinanciamiento del banco central se realiza de manera indirecta actuando sobre el precio que los bancos deben pagar por los recursos del banco central, es decir, sobre la tasa de refinanciamiento: la tasa de descuento ante el banco central o bien la tasa de las operaciones de mercado abierto en el mercado monetario.

La variación del precio del refinanciamiento afecta de dos maneras la demanda de refinanciamiento de los bancos ante el banco central: puede esperarse una relación inversa entre el nivel de la tasa de refinanciamiento del banco central y la importancia de la demanda de refinanciamiento de los bancos comerciales. También hay una relación del mismo tipo entre el precio del refinanciamiento de los bancos y la demanda de créditos bancarios por los agentes del sector no bancario, si la variación de ese precio afecta la tasa de interés deudora que los bancos imponen a su clientela.

b) La acción cuantitativa directa: el encuadramiento del crédito

Una dependencia demasiado importante de los bancos respecto al refinanciamiento del banco central conduce a las autoridades monetarias a actuar directamente sobre el monto del crédito distribuido, mediante el enmarcamiento del crédito. Este mecanismo de la política monetaria consiste en una limitación cuantitativa de los créditos acordados. De manera general, el banco central fija una norma de progresión anual del monto del crédito. No respetarla implica la constitución de reservas cuya tasa muy progresiva se hace rápidamente penalizadora.

El enmarcamiento del crédito es un instrumento eficaz de la política monetaria en los periodos de intensa demanda. En cambio, en los periodos en que inflación y crisis se combinan, el enmarcamiento del crédito es relativamente ineficaz.

C. La política monetaria
en una economía de endeudamiento

El control de la base monetaria y las variaciones de la tasa de interés son medios de regulación monetaria inadecuados en una economía de endeudamiento. En este tipo de economía, el control cuantitativo directo de los créditos distribuidos es la única vía de acción de las autoridades monetarias.

En efecto, el control del pasivo del banco central no es fácil en un sistema financiero del tipo de economía de endeudamiento, en el que la lógica del divisor del crédito es la regla. Los bancos distribuyen crédito y se procuran después el monto necesario para cumplir sus obligaciones de reservas obligatorias. Puesto que la base está constituida *a posteriori*, no puede ser un instrumento de regulación de la masa monetaria.

Si se admite que la demanda de crédito es poco sensible a la tasa de interés porque la tasa de interés administrada no se sitúa en la zona en que la decisión de inversión se ve afectada por la tasa de interés y, a la vez, porque la eficacia marginal del capital es elevada, las variaciones de la tasa del banco central no afectarán la demanda de crédito bancario.¹¹ La demanda de crédito bancario de las empresas presentan, en efecto, cierta inelasticidad respecto a la tasa de interés por las razones siguientes:

- El costo del crédito bancario representa sólo una pequeña fracción del precio de venta total.
- En periodo de alza de precios, la empresa repercutirá el alza del costo de refinanciamiento en su precio de venta.
- En periodo de alza de precios también los costos de reembolso de los intereses se reducen con la depreciación monetaria (salvo en el caso de deudas indizadas).

¹¹ Puede concebirse el equilibrio de endeudamiento como un proceso dinámico. Así, Toullec señala, en lo que concierne a la sensibilidad a las variaciones de la tasa de interés, que cuando los agentes económicos deben cubrir un déficit consecuencia de compromisos anteriores, están dispuestos a pagar cualquier precio por obtener los recursos necesarios. Cf. C. Toullec, *Revue Banque*, núm. 382, 1979.

Los bancos reflejarán el comportamiento de su clientela y tendrán también una demanda de moneda central inelástica y relativamente independiente de la tasa de interés fijada por el banco central. Esto se manifiesta en una situación en la que no existe una tasa de interés que equilibre la oferta y la demanda de moneda central.

No hay entonces uno de los canales de transmisión de la política monetaria: un alza de la tasa del mercado monetario casi no tiene influencia sobre la oferta de crédito de los bancos y se limitan a repercutir sobre la clientela la elevación de sus costos de explotación. Así es como, sobre la base de la administración de la tasa de interés del mercado monetario, la regulación monetaria en las economías de endeudamiento se sintetiza en una limitación cuantitativa del crédito.

El control de las autoridades monetarias se ejerce sobre la distribución del crédito. Como lo señala F. Renversez, esto constituye una paradoja de las economías de endeudamiento, que se sustentan sobre bases que implican la utilización del crédito como medio de financiamiento y, al mismo tiempo, disponen, como único medio eficaz de control, de la limitación de ese crédito.

D. La política monetaria y la distribución del crédito bancario en México

El estudio de los instrumentos de control monetario en México nos permitirá analizar la proximidad del funcionamiento de la economía mexicana respecto al de una economía de endeudamiento. Una comparación estadística facilitará la apreciación del carácter restrictivo de la política monetaria.

Examinaremos los instrumentos de la política monetaria en México (a) y, enseguida, la incidencia de la política monetaria sobre la oferta de crédito en México (b).

a) Los instrumentos de la política monetaria en México

La OCDE señala que la regulación monetaria en México ha estado tradicionalmente basada en el control del crédito al sector privado, similar al ilustrado por el del mecanismo de enmarcamiento de crédito, y en el control de la base monetaria mediante el sistema de reservas obligatorias (OCDE, 92). Aportaremos dos precisiones a esta afirmación: primera, el mecanismo utilizado en México no se identifica con el de enmarcamiento del crédito descrito en el caso de una economía de endeudamiento, puesto que su utilidad sería reducida, debido al bajo nivel del refinanciamiento de los bancos mexicanos ante el banco central. Segunda, el mecanismo de enmarcamiento del crédito, al que se hizo referencia en el caso de México, consistía en el establecimiento de compartimientos prioritarios de crédito y tenía por objeto, antes que limitar el volumen global de crédito, asegurar un volumen mínimo de crédito a sectores considerados prioritarios.

Por otro lado, el control de la base monetaria ha sido instrumento de política monetaria utilizado a lo largo del periodo 1983-1994. En efecto, ya que el objetivo esencial de la política monetaria en México es la estabilidad de precios, las autoridades monetarias han buscado respetar una tasa de crecimiento de la base monetaria, determinada en función de las perspectivas de inflación

Ahora bien, los instrumentos utilizados para el control de la base monetaria han evolucionado, desde una acción sobre el estado de la liquidez bancaria mediante el mecanismo de reservas obligatorias (encaje legal) hasta una acción sobre las disponibilidades de los bancos en moneda central, a través de la regulación del refinanciamiento del banco central mediante operaciones de mercado abierto. Junto a estos mecanismos fundamentales de la política monetaria, otros instrumentos de carácter complementario se han utilizado. La evolución señalada nos conduce a establecer, en el análisis de los instrumentos de la política monetaria en México durante el periodo 1983-1994, dos subperiodos: 1983-1988 y 1989-1994.

a.1) Instrumentos de la política monetaria en México
en el periodo 1983-1988

Durante el periodo 1983-1988, la existencia en México de gran número de objetivos sectoriales en materia de crédito, hacía que sólo entre 20 y 30% de los créditos no estuviera sometido a algún objetivo sectorial.

Sin embargo, desde los años setenta, y hasta el final de 1988, el principal mecanismo de regulación monetaria en México fue el encaje legal, que obligaba a los bancos a depositar en el banco central un porcentaje de sus recursos provenientes del público. La preponderancia de este mecanismo se explica, por un lado, por la estructura institucional del sistema financiero mexicano en este periodo, caracterizada por la debilidad de los mercados de capitales y, por otro lado, por su utilidad en la canalización de los recursos crediticios hacia los sectores prioritarios de la economía y hacia el sector público.

Otro mecanismo de regulación monetaria utilizado durante este periodo fue el control de las tasas de interés (activas y pasivas) de los bancos y de la progresión de los recursos bancarios provenientes del público. Se considera que el control del refinanciamiento del banco central en esta época era sólo un mecanismo complementario.

a.2) Instrumentos de la política monetaria en México
durante el periodo 1989-1994

Con el proceso de liberalización del sistema financiero mexicano a partir de 1988 y el mejoramiento de las finanzas públicas, el mecanismo de reservas obligatorias, la canalización sectorial obligatoria del crédito y el control de las tasas se aligeraron y, finalmente, fueron abandonados.

Así, el encaje legal (que representó 100% del pasivo de los bancos en 1986) fue sustituido, en abril de 1989, por un coeficiente de liquidez que imponía a los bancos la obligación de destinar 30% de sus recursos provenientes del público a la constitución de

depósitos en el banco central o bien a la compra de títulos del sector público. Este coeficiente fue suprimido en septiembre de 1991.

También los controles directos de crédito desaparecieron paralelamente al control de las tasas de interés bancarias, lo que tuvo como finalidad crear un sistema de administración monetaria basado cada vez más en la transmisión de señales del mercado. El desarrollo de un mercado de títulos públicos y, más generalmente, de los mercados de capitales, condujo a la libre determinación de las tasas en los mercados.

Los procesos de desregulación de las tasas de interés y de desarrollo del sistema financiero han permitido que actualmente la política monetaria se realice casi exclusivamente mediante operaciones de mercado abierto del banco central en el mercado monetario. Estas operaciones, en la medida en que responden al objetivo de contener los efectos del aumento de la contrapartida exterior sobre la masa monetaria, constituyen operaciones de esterilización del banco central.

De manera complementaria, la política monetaria en México ha utilizado también, desde principios de 1995, procedimientos de limitación cuantitativa que imponen un tope al volumen del refinanciamiento del banco central (descuento y mercado abierto), y al monto de crédito por cliente que pueden acordar los bancos comerciales.¹²

Constatamos a partir de esta breve presentación de los instrumentos de la política monetaria en México, que las autoridades monetarias utilizan instrumentos de control cuantitativo sólo de manera complementaria y que la política monetaria está basada en el control de la base monetaria. En consecuencia, los instrumentos de política monetaria utilizados en México no corresponden a los instrumentos teóricos de una economía de endeudamiento.

¹² En el marco de la administración de la crisis monetaria de diciembre de 1994, se decidió la imposición de un techo al crédito interno del Banco de México y a la intermediación financiera de los bancos de desarrollo. También se decidieron otras disposiciones que limitaban el monto de los créditos de los bancos comerciales que, sin embargo, fueron consideradas inadecuadas en tanto base de la política monetaria por distintos analistas. Cf. OCDE, *Études économiques, Mexique 1995*, pp. 56-58.

Al contrario, la política monetaria en México se realiza en la actualidad esencialmente mediante los instrumentos propios de una economía de mercados financieros. Esta constatación es coherente con la debilidad del refinanciamiento de los bancos comerciales observada en México.

b) Incidencia de la política monetaria sobre la oferta de crédito bancario en México

Una comparación estadística permite verificar el carácter restrictivo de la política monetaria en México, la cual concierne a la diferencia entre las previsiones hechas sobre la evolución de la tasa de inflación y los resultados obtenidos (cuadro 37).

El objetivo intermediario de las autoridades monetarias es limitar el crecimiento de los agregados a partir del control de la base monetaria, de manera que controle el objetivo final, que es la tasa de inflación. Si se acepta esta lógica monetarista, según la cual las variaciones de la masa monetaria provocan las variaciones de los precios, entonces el carácter restrictivo de la política monetaria es puesto en evidencia por una diferencia positiva entre los resultados obtenidos y los objetivos previstos para la evolución de la tasa de inflación. Se constata que esa diferencia positiva ocurrió en México en 1992-1994 y, en consecuencia, que la política monetaria tuvo un carácter restrictivo.

RESUMEN

El carácter restrictivo de la política monetaria permite hacer la siguiente observación: la acción política del banco central tiene una naturaleza doble, es a la vez monetaria —porque su objetivo es controlar la tasa de crecimiento de la masa monetaria—, pero simultánea y necesariamente es una política de financiamiento bancario de la economía, puesto que los créditos son una contrapartida esencial de la masa monetaria. El banco central actúa, así, a la vez, sobre la liquidez de la economía y sobre su financiamiento. Una política monetaria restrictiva actúa inevitablemente sobre la capacidad de financiamiento del sistema bancario. Se concluye que la orientación restrictiva de la política monetaria en México ha constituido un factor limitativo de la oferta de crédito del sistema bancario mexicano.

Cuadro 37			
<i>Diferencia entre objetivos y resultados de tasa de inflación en México (1992-1994)</i>			
	(1992)	(1993)	(1994)
Objetivo de la tasa de inflación	9.7	6.0	6.0
Tasa de inflación obtenida	11.9	8.0	7.1
Diferencia	+ 2.2	+ 2.0	+ 1.1

Cuadro elaborado a partir de objetivos de inflación: OCDE, *Etudes économiques, Mexique*, 1992, p. 92. Tasa de inflación obtenida: OCDE, *Etudes économiques Mexique*, 1995, p. 187.

La búsqueda de la estabilidad monetaria conduce al banco central a controlar la creación monetaria de los bancos. La intervención del banco central se ejerce ya sea sobre la liquidez bancaria o sobre el crédito distribuido.

Ahora bien, los sistemas financieros utilizan instrumentos de regulación monetaria específicos. Así, constatamos que el instrumento teórico de la política monetaria en una economía de endeudamiento —el control cuantitativo de la distribución de crédito de los bancos— no es utilizado en México mas que de una forma complementaria. Concluimos entonces que el funcionamiento del sistema financiero mexicano difiere del de un sistema de economía de endeudamiento en lo que concierne a la regulación monetaria.

También comprobamos el carácter restrictivo de la política monetaria en México y, como consecuencia de la naturaleza doble del banco central, que actúa sobre la liquidez y el financiamiento de la economía, concluimos que la política monetaria ha constituido un factor limitativo de la oferta de crédito bancario en México.

Ahora bien, independientemente de la limitación que impone la política monetaria a la actividad de los bancos, éstos restringen voluntariamente su oferta de crédito, adoptando así un comportamiento de racionamiento. En la explicación de esta conducta, el análisis teórico privilegia dos elementos: la toma en cuenta por los bancos del riesgo de no pago y la asimetría de información.

§2. RIESGO DE CRÉDITO, INFORMACIÓN ASIMÉTRICA
Y RACIONAMIENTO DEL CRÉDITO

La doctrina de la disponibilidad de crédito concluía que la inversión está limitada por la disponibilidad de crédito, como consecuencia de la adopción de un comportamiento de racionamiento por los bancos que limita, en efecto, la oferta de crédito de los bancos.

En el análisis de D. Hodgman, la toma en cuenta del riesgo de crédito tiene un papel explicativo fundamental de la actitud de racionamiento adoptada por los bancos. El análisis contemporáneo privilegia en el examen de las causas del racionamiento del crédito, sin abandonar las consideraciones de riesgo, la asimetría de información entre acreedores y deudores y los problemas que provoca, a saber, la selección adversa y el azar moral. Esto ocurre en los análisis de Stiglitz y Weiss y de M. Jaffee y F. Modigliani, autores estos últimos que examinan en particular la racionalidad económica del racionamiento del crédito.

Una constatación estadística permitirá observar la incidencia negativa del riesgo de crédito sobre la distribución de crédito en México.

Examinaremos la noción de racionamiento del crédito (A), el papel del riesgo de crédito en la actitud de racionamiento del crédito de los bancos (B), la asimetría de información en tanto factor explicativo del comportamiento de racionamiento, mediante los análisis de J.E. Stiglitz y A. Weiss y de M. Jaffee y F. Modigliani (C), y la incidencia del riesgo de crédito sobre la oferta de crédito de los bancos mexicanos al sector privado (D).

A. La noción de racionamiento de la oferta
de crédito de los bancos¹³

La doctrina de la disponibilidad fue predominante en Estados Unidos al principio de los años cincuenta en la explicación de los efectos que la política monetaria tiene sobre el gasto y el sector real

¹³ La presentación del punto A) se basa ampliamente en D.M. Jaffee, "Credit rationing", *Palgrave Dictionary*, p. 719.

de la economía, aun en presencia de una débil elasticidad-interés de la inversión. Esta doctrina, cuyo principal representante es R. Roosa, subraya que las reducciones en la oferta de dinero tienen efectos restrictivos importantes sobre los gastos en la economía, aun si provocan sólo un ligero aumento de la tasa de interés o si los gastos se ven poco afectados por este aumento. La razón es que los bancos se ven obligados a reducir el monto del crédito que pueden distribuir a sus clientes aun en ausencia de una reducción de la demanda de crédito de parte de éstos.

Este análisis presentaba al gasto como limitado por la disponibilidad de crédito, el cual sería distribuido por los bancos a sus clientes en función de criterios diferentes del precio, es decir, por una especie de esquema de racionamiento que estaría en la base de un canal alternativo de transmisión de la política monetaria. El racionamiento del crédito influiría entonces la inversión, independientemente de variaciones de la tasa de interés o de otros factores que modifican el comportamiento de los demandantes de crédito.

El racionamiento del crédito se define como la situación en la que la tasa de interés se mantiene a un nivel en que la demanda es superior a la oferta de crédito, de manera que el volumen de crédito ofrecido es asignado a partir de criterios diferentes del precio (Baltensperger, 78).

El racionamiento no existe en los mercados de bienes y servicios en los que los oferentes y los demandantes tienen interés en aumentar el precio. El precio en el mercado de crédito es la tasa de interés. Para que el racionamiento exista en el mercado de crédito de manera continua, es necesario que se mantenga por debajo de su nivel de equilibrio por razones especiales. La tasa usuraria y otros topes a la tasa de interés representan casos evidentes en los que restricciones externas provocan racionamiento del crédito. Sin embargo, el objetivo de la literatura sobre el racionamiento del crédito es identificar los factores endógenos, es decir, fuera de límites legales e institucionales que conducen a prestadores racionales a mantener de manera continua la tasa de interés en el mercado de crédito por debajo de su nivel de equilibrio.

Las teorías modernas del mercado de crédito subrayan el papel de la información asimétrica y de los dos fenómenos que provoca: azar moral y selección adversa en tanto fuentes principales del

racionamiento del crédito. Anteriormente, Hodgman identificó el riesgo de crédito como la fuente principal del racionamiento del crédito.

B. Riesgo de crédito y racionamiento del crédito

La toma en cuenta del riesgo de crédito tiene un papel fundamental en el comportamiento de oferta de crédito de los bancos. Esto se manifiesta en la práctica en una oferta de crédito limitada por consideraciones de riesgo y diferenciada según los clientes.

Analizaremos la toma en cuenta del riesgo de crédito por los bancos (a) y, enseguida, expondremos el análisis de D. Hodgman, que muestra que el riesgo de crédito está en la base del racionamiento del crédito (b).

a) La toma en cuenta del riesgo de crédito por los bancos

El riesgo de crédito de los bancos es el riesgo de falta de pago, es decir, el riesgo de no reembolso del crédito. Los bancos evalúan la probabilidad de realización de ese riesgo.

Ahora bien, el mercado de crédito es un mercado en el que coexiste gran heterogeneidad de "bienes". En efecto, los diferentes préstamos efectuados por un banco tienen una calidad diferente desde su punto de vista. Los bancos establecen una diferenciación *entre los créditos, según el riesgo que estiman asumir, en función de la calidad del deudor, de sus bases financieras y del tipo de operación.*

A las consideraciones de riesgo se adicionan las de la conservación de la parte del mercado. En uno de competencia oligopolística, la protección de la parte del mercado implica el otorgamiento de créditos a clientes privilegiados (grandes empresas) en condiciones preferenciales que incluyen ganancias muy bajas.

La oferta de crédito bancario aparece así, "en los hechos, determinada por la situación monopolística del mercado bancario y limitada por la toma en cuenta del riesgo de no reembolso"

(Renversez, 92). Se establece, entonces, una diferenciación de la oferta de crédito según los clientes. La oferta puede ser analizada en términos de comportamiento de racionamiento de crédito.

b) El riesgo de reembolso como causa del racionamiento del crédito. El análisis de D. Hodgman

Hodgman (1960) fue uno de los primeros en identificar el riesgo de no reembolso como fuente de racionamiento del crédito. Este autor propuso el análisis siguiente: en un universo de incertidumbre, es decir, en el que no se conoce con certitud la capacidad de reembolso de los clientes, los acreedores están dispuestos a aceptar cierta probabilidad de no reembolso a cambio de una prima de riesgo, que toma la forma de un aumento de la tasa de interés contractual.

Sin embargo, la posibilidad de aumentar la distribución de crédito está influida por la probabilidad de no reembolso y por la dependencia de ésta respecto al monto del crédito acordado. Puesto que la capacidad de reembolso es limitada, la progresión del nivel de endeudamiento provoca una progresión de la posibilidad de no reembolso por dos motivos: porque la posibilidad de que los gastos financieros del endeudamiento sean superiores a la capacidad de pago aumenta con el endeudamiento, y porque los deudores se ven alentados a no reembolsar los créditos cuando los costos financieros aumentan.

Debido a la capacidad limitada de pago, se alcanzará un punto en el que ningún aumento de la tasa de interés será suficiente para recompensar al acreedor por la progresión de la posibilidad de no reembolso, provocada por el aumento del endeudamiento. Esto crea un límite absoluto a la oferta de crédito que puede ser interpretado como un racionamiento del crédito.

Sin embargo, Hodgman reconoce que el riesgo de no reembolso no es condición suficiente para que tenga lugar el racionamiento del crédito, porque no elimina la motivación de los oferentes y de los demandantes en el mercado de crédito para elevar la tasa de interés. La teoría contemporánea reconoce los efectos del azar moral y de la selección adversa provocados por la información asimétrica

como dos características mucho más generales del mercado de crédito que pueden ser fuente del racionamiento del crédito.

C. Asimetría de información y racionamiento del crédito

La información asimétrica significa que en un mercado una de las contrapartidas no conoce bastante bien las características de la otra para tomar decisiones adecuadas. La información asimétrica *entre los participantes en el mercado de crédito* y los efectos que resultan —antiselección y azar moral— pueden conducir a una situación de racionamiento de crédito. Esto es puesto en evidencia por el análisis de Stiglitz y Weiss.

El racionamiento del crédito lleva a preguntarse sobre su racionalidad económica. Respecto a ésta, Jaffee y Modigliani demuestran que el racionamiento del crédito, en un universo de información imperfecta, es coherente con un comportamiento racional de maximización del beneficio de parte de los acreedores.

También la inestabilidad financiera puede, en ese universo, reforzar la actitud de racionamiento del crédito de los bancos.

Presentaremos el análisis del racionamiento del crédito de Stiglitz y Weiss (a), enseguida el de Jaffee y Modigliani (b) y, finalmente, examinaremos el papel de la inestabilidad financiera en tanto factor intensificador del comportamiento de racionamiento de los bancos (c).

a) *El análisis de J. E. Stiglitz y A. Weiss*

Stiglitz y Weiss (1981) fueron los primeros en proponer una justificación teórica del racionamiento del crédito. Afirman que este fenómeno puede tener lugar como consecuencia de la imperfección de la información en el mercado de crédito, según ciertas hipótesis concernientes al comportamiento de los agentes. En particular, la modificación de la tasa de interés alteraría la percepción de los acreedores y de los deudores respecto al riesgo y a la rentabilidad de los proyectos de inversión.

Estos autores definen el racionamiento del crédito como una situación en la que, con cierta oferta de crédito, algunas demandas de préstamos son rechazadas aun si los deudores potenciales están dispuestos a pagar tasas de interés más elevadas.

El análisis tradicional establece una relación directa entre la tasa de interés de los préstamos y el rendimiento de los bancos. Stiglitz y Weiss muestran que en una situación de información imperfecta los deudores adoptan comportamientos contrarios a los intereses del banco, lo que se traduce en una relación de tipo cóncava, entre la tasa de interés y el rendimiento de los bancos, que permite definir una tasa de interés, diferente a la de equilibrio, en la que se maximiza el beneficio.

En estas condiciones los bancos maximizan su beneficio al fijar la tasa de interés a un nivel inferior al de equilibrio y racionan la oferta de crédito (a.1.), los bancos establecen así un equilibrio de racionamiento en el mercado de crédito (a.2.).

a.1) Optimización del rendimiento del crédito bancario en un universo de información imperfecta

El mercado de préstamos se caracteriza por información imperfecta que se manifiesta en comportamientos específicos de parte de los solicitantes de préstamos, en reacción a la elevación de la tasa de interés, que pueden conducir al aumento del riesgo global del portafolio de préstamos de los bancos mediante dos efectos:

1) el efecto de selección adversa, que se refiere a la salida del mercado de los deudores relativamente seguros, y 2) el efecto de azar moral o de motivación, que provoca comportamientos, por parte de los deudores, contrarios a los intereses de los bancos.

El efecto de selección adversa de la tasa de interés es la consecuencia de la relación directa que liga la tasa de interés y la evaluación del riesgo del proyecto. La aceptación de la tasa de interés por los solicitantes de préstamos refleja el nivel de riesgo que éstos estiman asumir. La falta de información perfecta conduce a los acreedores a establecer un precio que refleje la calidad promedio de una categoría de deudores. En estas condiciones, ciertos solicitantes de préstamos a un alto riesgo estarán dispuestos a solicitar una tasa

más elevada, porque la posibilidad de reembolsar sus préstamos es reducida. Al contrario, otros solicitantes de préstamos a bajo riesgo, no aceptarán pagar una tasa elevada y preferirán abandonar el mercado, porque estiman que el riesgo de su proyecto no justifica esa tasa de interés. Una elevación de la tasa puede conducir al aumento del riesgo promedio de los deudores.

El efecto de azar moral proviene del margen de maniobra del deudor en la utilización de los fondos puestos a su disposición y se explica por la reducción de los beneficios debida al aumento de la tasa de interés. Esta última conduce, en efecto, a que los proyectos a bajo rendimiento y a bajo riesgo ya no sean rentables. Esto lleva a las empresas a seleccionar los proyectos más arriesgados, pero más rentables cuando tienen éxito.

La elevación de la tasa de interés lleva, mediante estos dos efectos, al aumento del riesgo promedio del portafolio de préstamos de los bancos. Ahora bien, Stiglitz y Weiss proponen la hipótesis de que el rendimiento promedio de los préstamos a alto riesgo es inferior al de los préstamos relativamente seguros. En consecuencia, el rendimiento esperado de los bancos " p " crece más lentamente que la tasa de interés, y a partir de cierto nivel, disminuye con el aumento de ésta. Existe entonces un nivel de tasa de interés óptimo r^* , en el que el rendimiento esperado de los bancos es máximo.

a.2) El equilibrio de racionamiento en el mercado de crédito

Stiglitz y Weiss afirman que, en equilibrio, el mercado de crédito se caracteriza por un racionamiento de la oferta de crédito. Los precios en ese mercado no desempeñan, en consecuencia, el papel equilibrante que la teoría económica les atribuye. En el mercado de crédito la tasa de interés no equilibra la oferta y la demanda. Esto es por la influencia del aumento de la tasa de interés en la conducta de los deudores, que se manifiesta en los comportamientos de selección adversa y azar moral.

Ya que el aumento de la tasa de interés conduce a los deudores a seguir comportamientos contrarios a los intereses de los bancos,

éstos prefieren racionar el crédito a aumentar la tasa de interés cuando hay un exceso de demanda de crédito.

En estas condiciones, oferta y demanda de crédito no dependen de la misma variable. La demanda de préstamos L_d , es una función decreciente de la tasa de interés. La oferta de crédito L_s , es una función de p , el rendimiento promedio de los préstamos. Este último es una función no constante de la tasa de interés, ya que a medida que aumenta, habrá deudores que saldrán del mercado.

A la tasa de interés óptima, r^* , la demanda de crédito puede superar a la oferta. En el análisis tradicional, la tasa de interés debería aumentar para equilibrar la oferta y la demanda de crédito a un nivel inferior. Sin embargo, aunque la oferta no equilibra la demanda al nivel de tasa r^* , ésta constituye la tasa de interés de equilibrio. El banco no prestará a un individuo que propone pagar una tasa de interés más elevada porque considera que ese préstamo es más arriesgado que el préstamo promedio a la tasa r^* y su rendimiento esperado es inferior. Es un equilibrio de racionamiento del crédito.

El exceso de demanda de fondos a la tasa r^* está indicado por Z . La tasa de interés r_m , a la que la demanda equilibra la oferta, no es una tasa de equilibrio porque un banco podría aumentar sus beneficios fijando r^* y no r_m : a la tasa de interés más baja, r^* , el banco podría distribuir por lo menos la misma cantidad de préstamos que antes aumentando al mismo tiempo el rendimiento promedio de los préstamos.

Sin embargo, la tasa de interés no es el único elemento del contrato de préstamo que es importante. Las condiciones requeridas (garantías y participación personal en la inversión), que el banco impone a los solicitantes de préstamos, afectan también el comportamiento de deudores y acreedores.

La elevación de la tasa de interés y de las condiciones de préstamo aumentan el riesgo del portafolio de préstamos de los bancos, ya sea al desalentar a los deudores seguros o al inducir a los deudores a invertir en proyectos más arriesgados, disminuyendo así el beneficio de los bancos.

En consecuencia, no es interesante para los bancos aumentar la tasa de interés o las condiciones de préstamo cuando hay exceso de

demanda de crédito. En lugar de eso, los bancos se niegan a prestar a ciertos solicitantes y se establece un equilibrio de racionamiento en el mercado de crédito.

*b) La racionalidad económica del racionamiento del crédito.
El análisis de D.M. Jaffee y F. Modigliani*

Jaffee y Modigliani (1969) se cuestionan sobre la racionalidad, desde el punto de vista de los bancos, de fijar su oferta de crédito a un nivel inferior al del monto demandado por los solicitantes de préstamos cuando la tasa y el monto acordados son, en principio, determinados para maximizar su beneficio.

Estos autores definen el racionamiento del crédito como una situación en la que la demanda de préstamos excede su oferta a la tasa comercial fijada por los bancos. Afirman que es prácticamente imposible para los bancos el establecer tasas de interés significativamente diferentes para sus clientes. Esto a causa de consideraciones ligadas a la parte del mercado y a consideraciones sociales. Los bancos tienden entonces a limitar las diferencias entre las tasas, justificando estas diferencias por motivos como el tipo de industria y el tamaño de los activos.

Para estos autores los bancos maximizan su beneficio clasificando a sus clientes en un número reducido de grupos, en función del riesgo que representan. En esos grupos se impone una tasa de interés uniforme, aun si los miembros de cada clase presentan una heterogeneidad considerable respecto a la tasa de interés óptima desde el punto de vista del banco.

En cada clase, la tasa de interés óptima para los bancos se sitúa entre las tasas máxima y mínima que se asignarían a los diferentes clientes miembros de ese grupo.

Desde el punto de vista de los bancos, no es rentable racionar a los clientes a los que se les aplicaría una tasa más baja, si las tasas fueran fijadas en función de cada caso particular. Al contrario, los bancos mejoran su rentabilidad al racionar el crédito a los clientes cuya tasa óptima es superior a la de su grupo.

Estos autores señalan que la tasa correspondiente a cada grupo tenderá a situarse, como consecuencia de límites legales (tasa de usura) y sociales, en el nivel mínimo de las tasas adecuadas a esa clase. El resultado es que el racionamiento de crédito se efectuará principalmente en los grupos de tasa de interés elevada.

Concluyen que, debido a las características de la industria bancaria, en lo que concierne a la incertidumbre en el reembolso de los préstamos y la imposibilidad de los bancos para establecer diferencias entre sus clientes de manera perfecta, el racionamiento del crédito es coherente con un comportamiento económico racional.

Esta conclusión se mantiene aun si se reconoce que otras características de los contratos de préstamo, como los plazos establecidos y las garantías exigidas, afectan también los costos y los rendimientos esperados de los bancos.

Jaffee y Modigliani afirman que si los bancos pudieran diferenciar libremente entre sus clientes a partir de esas características de los contratos de préstamo, el racionamiento de crédito no sería necesario. En efecto, esta discriminación se identificaría con aquella efectuada por un banco en situación de monopolio. En ese caso, el banco impone libremente a cada cliente una tasa de interés diferente y maximiza sus beneficios al ofrecer todo el crédito solicitado a esa tasa. En este caso, el racionamiento del crédito no es rentable. Los bancos no tienen la posibilidad de discriminar perfectamente entre sus clientes y se ven obligados a distribuir mediante raciones su oferta de crédito a ciertos clientes.

Si la tasa de interés aumenta, el racionamiento de crédito tenderá a aumentar y se concentrará principalmente en los deudores ya racionados, mientras para los clientes a bajo riesgo el racionamiento será mínimo o inexistente. La intensidad del racionamiento de crédito será más importante cuando la disponibilidad de fondos del sistema bancario sea reducida.

c) Asimetría de información, inestabilidad financiera y racionamiento del crédito

En un universo de información imperfecta, una situación de inestabilidad financiera que se traduce en baja de precios de los activos

en los mercados financieros, conduce a los bancos a reforzar su comportamiento de racionamiento como consecuencia de la fragilización de sus balances.

En efecto, la baja de los precios de los activos reduce el valor de los elementos del patrimonio propuestos como garantía de los préstamos. Los bancos no pueden evaluar el grado exacto de vulnerabilidad al riesgo de cada deudor individual ante esta baja. Como no son capaces de discriminar en detalle entre los deudores, los bancos prefieren un racionamiento general del volumen de crédito a un aumento indiferenciado de las tasas de interés debitoras que precipitaría las fallas de sus deudores (Aglietta, 95).

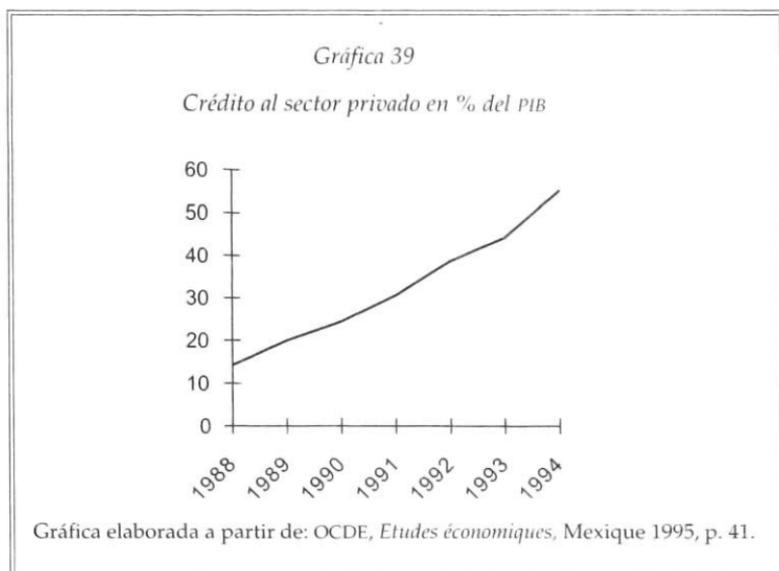
La inestabilidad financiera puede reforzar el comportamiento de crédito de los bancos. En efecto, la baja del valor de los activos aumenta el riesgo de no reembolso y reduce el valor económico de las deudas. Esta desvaloración de las deudas reduce la riqueza neta de los bancos a medida que la probabilidad de no reembolso de los deudores aumenta. Esto deteriora la evaluación de los bancos, que tienen entonces dificultades para otorgar nuevos créditos. Como lo señala M. Aglietta: por esta razón las dudas sobre la solvabilidad de las deudas pasadas puede repercutir desfavorablemente en la reticencia de los bancos a otorgar nuevos créditos. Los bancos se ven obligados a un exceso de prudencia.

La toma en cuenta del riesgo de no reembolso por los bancos mexicanos provocó la disminución de la tasa de crecimiento de su distribución de crédito en el periodo 1989-1993.

D. Riesgo de no reembolso y distribución de crédito bancario en México

Para apreciar las consecuencias del riesgo de no reembolso sobre la distribución de crédito en México, presentaremos aquí dos comparaciones simples.

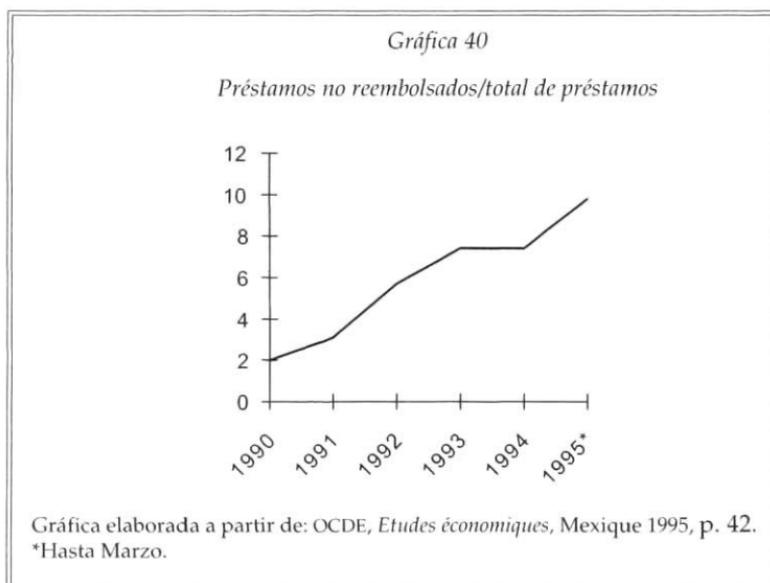
Primero, compararemos la progresión de la distribución de crédito al sector privado y la progresión de los créditos no reembolsados, lo que nos permitirá apreciar la necesidad de una discriminación de los créditos según su nivel de riesgo. Enseguida, efectuare-



mos una comparación entre la evolución de la tasa de provisiones por riesgo y la tasa de crecimiento de la distribución de crédito al sector privado. Esta comparación constituye un indicador de la actitud cada vez más prudente de los bancos mexicanos en su distribución de crédito, como resultado de la toma en cuenta del riesgo de no reembolso.

En particular, la puesta en evidencia de una relación inversa entre las provisiones por riesgo de no reembolso y la tasa de crecimiento de la distribución de crédito al sector privado nos permitirá mostrar la incidencia negativa del riesgo de no reembolso sobre la oferta de crédito de los bancos.

Las gráficas 39 y 40 muestran, respectivamente, la relación directa entre el crédito al sector privado y los créditos no reembolsados en el periodo 1989-1994 en México. Estas evoluciones reflejan la reorientación de la distribución del crédito bancario, desde el sector público hacia el sector privado, lo cual explica en gran medida el importante aumento del monto de los créditos no reembolsados.



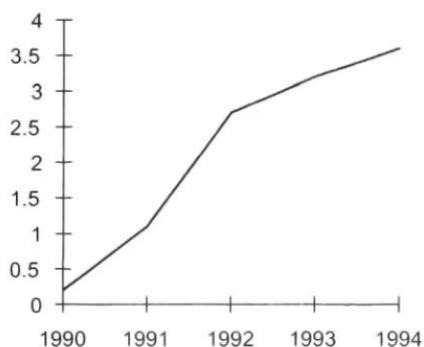
En efecto, esta reorientación del crédito significó el abandono de un cliente seguro (el Estado), en una situación en la que los bancos no estaban preparados para prestar al sector privado. Así pues, los bancos no tenían experiencia en la evaluación del riesgo de no reembolso y fácilmente prestaron, en consecuencia, a deudores de mala calidad. Este fenómeno se observó principalmente a nivel del crédito al consumo de los hogares, pero también a nivel del financiamiento de las empresas, y de las MPME más particularmente.

Como se observa en la gráfica 41, la deterioración de los activos bancarios condujo a que una parte creciente de los capitales propios de los bancos fuera utilizada para la constitución de reservas en previsión del riesgo. Esto muestra una actitud más prudente de los bancos, que se manifestó en una disminución del ritmo de crecimiento del crédito al sector privado (gráfica 42).

Privilegiamos aquí la influencia de la realización del riesgo de crédito, en tanto causa de la disminución del ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado. Sin embargo, otros factores

Gráfica 41

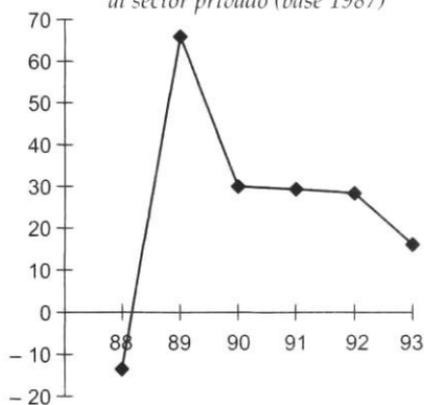
Provisiones por riesgo de total de préstamos



Gráfica elaborada a partir de: OCDE *Etudes économiques*, Mexique 1995, p. 42.

Gráfica 42

Tasa de crecimiento real crédito sobre del crédito al sector privado (base 1987)



Gráfica elaborada a partir de B. de M., *Informe anual*, varios años y de INEGI, Anuario estadístico 1994, p. 382.

contribuyeron a la deterioración de los activos de los bancos y a la disminución de la progresión del crédito. Entre estos factores citamos la desaceleración del crecimiento económico, el alza de las tasas de interés y el sobreendeudamiento de las empresas.

La gravedad de las dificultades provocadas por la progresión de los créditos no reembolsados exigió la puesta en marcha de diferentes programas de ayuda al sector bancario, concernientes principalmente a la recapitalización de ciertos bancos y a la reducción de los intereses de las empresas deudoras de tamaño pequeño y mediano.

De las dos últimas gráficas se deduce una relación inversa entre la progresión de las provisiones por riesgo y la oferta de crédito al sector privado, que pone en evidencia la limitación que la toma en cuenta del riesgo de crédito impone a la oferta de crédito de los bancos mexicanos.

RESUMEN

El comportamiento de racionamiento de crédito de los bancos es un factor limitativo de la oferta de crédito que se manifiesta en lo microeconómico y que está ligado a consideraciones de rentabilidad. En la explicación de este comportamiento, la teoría de la firma bancaria subrayó, en un primer momento, la toma en cuenta del riesgo de no reembolso. La teoría contemporánea privilegia, en tanto elemento explicativo, la asimetría de información. Tomar en consideración esta última permite a Stiglitz y Weiss explicar un equilibrio de racionamiento en el mercado de crédito, y a Jaffee y Modigliani demostrar la racionalidad del comportamiento de racionamiento de crédito de los bancos.

Este comportamiento se ve reforzado por la inestabilidad financiera, que aumenta el riesgo de no reembolso de los préstamos de los bancos y los conduce a adoptar una actitud más prudente respecto a su distribución de crédito.

Se observó una deterioración importante del portafolio de crédito de los bancos mexicanos en el periodo 1989-1993, que se explica por la progresión del crédito al sector privado en el marco de una deficiente evaluación del riesgo de crédito. Esto pone en evidencia la necesidad de mejorar los esquemas de evaluación de riesgos utilizados por los bancos mexicanos. Además, esta deterioración provocó un aumento

considerable de las provisiones por riesgo de no reembolso, lo que redujo las posibilidades y la disponibilidad de financiamiento de los bancos, lo cual se manifestó en una reducción de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado en el periodo 1989-1993.

CONCLUSIÓN DEL CAPÍTULO 3

El estudio del endeudamiento de los bancos ante el banco central en México muestra que ese endeudamiento no fue representativo de una economía de endeudamiento en el periodo estudiado, excepto en 1994. Esta constatación nos condujo a examinar los elementos que explican la debilidad de este endeudamiento y que contribuyen al equilibrio de los balances bancarios.

Observamos así que, en el periodo de estudio, los factores autónomos de la liquidez bancaria desempeñaron un papel globalmente favorable a una reducida necesidad de refinanciamiento de los bancos. El endeudamiento externo a corto plazo también permitió a los bancos equilibrar sus balances, sustituyéndose así al refinanciamiento del banco central.

Así, en 1989-1994, cuando se observó la progresión de la distribución de crédito, los bancos equilibraron sus balances gracias a la cesión al banco central de sus disponibilidades en divisas y a la progresión de su endeudamiento externo a corto plazo.

Las disposiciones de la política monetaria ponen en evidencia un análisis de la oferta de crédito en México basado en el multiplicador del crédito. A este respecto, señalamos *una evolución de la naturaleza de la oferta del crédito bancario en México*, desde una oferta básicamente exógena a la economía (1983-1988), hacia una oferta de crédito determinada por las necesidades de financiamiento del sector productivo (1989-1994). En este último periodo, la progresión del crédito constituyó una creación de medios de financiamiento que fue sostenida *a posteriori* por las disponibilidades de los bancos en divisas y por la progresión de su endeudamiento externo a corto plazo. *La demanda de crédito determinó la oferta y el endeudamiento significativo de los bancos ante el banco central, constatado en diciembre de 1994, muestra que la satisfacción de las necesidades de financiamiento de la economía exige la intervención del banco central a fin de dar*

continuidad al sistema financiero. La lógica del divisor del crédito parece explicar, en el periodo 1989-1994, la oferta de crédito en México.

Se puede considerar que en el periodo 1989-1994, el funcionamiento de la economía mexicana se aproximó al de una economía de endeudamiento: la demanda de crédito determinó la oferta, lo que condujo a un endeudamiento importante de los bancos ante el banco central en diciembre de 1994, aun cuando el endeudamiento de los bancos ante los bancos extranjeros substituyó en este periodo al endeudamiento ante el banco central.

Esta afirmación es matizada, por un lado, por la constatación de que el endeudamiento significativo de los bancos ante el banco central, que es uno de los elementos constitutivos de una economía de endeudamiento, fue un fenómeno temporal ligado a la crisis monetaria de diciembre de 1994 y, por otro lado, por el análisis de la incidencia del endeudamiento externo de los bancos sobre el funcionamiento del sistema financiero mexicano. En efecto, este endeudamiento substituye al de los bancos ante el banco central y sitúa a la economía mexicana en un sistema de economía endeudada. Podría entonces pensarse que el SFM constituye un caso particular de economía de endeudamiento. Sin embargo, la función de prestamista obligado de última instancia, realizada por el banco central en este tipo de economías, no se verifica en lo internacional. Concluimos, entonces, que el sistema financiero mexicano no constituyó una economía de endeudamiento en el periodo 1983-1994, sino una economía de crédito en el sentido de que el crédito bancario permite la realización de una parte importante de la actividad económica sin que esto implique una actividad sistemática de préstamo a los bancos comerciales por parte del banco central.

Por otra parte, ya que la liquidez y la rentabilidad son dos condiciones permisivas de la oferta de crédito de los bancos, esta última se ve limitada por la política monetaria y por la toma en cuenta del riesgo de crédito y de la asimetría de información. El estudio de la política monetaria en una economía de endeudamiento nos permitió constatar que el funcionamiento del SFM difiere del de una economía de endeudamiento en lo que concierne la regulación monetaria. También constatamos el carácter restrictivo de la política monetaria en México. Finalmente, examinamos las bases y la racionalidad económica del comportamiento de racionamiento de crédito de los bancos y observamos cómo el riesgo de crédito condujo a la disminución de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado por los bancos mexicanos en el periodo 1989-1993.

Capítulo 4

Análisis estadístico del comportamiento bancario en México en el periodo 1983-1994

ESTE CAPÍTULO ESTUDIA el comportamiento de los bancos mexicanos y busca poner en evidencia las características esenciales de su ejercicio en el periodo 1983-1994, en el que tuvo lugar un importante proceso de liberalización financiera, determinante de la evolución del funcionamiento de los bancos en México. Por una parte, la evolución de los pasivos u obligaciones de los bancos refleja la intensificación de la competencia, fruto de la liberalización de las tasas pasivas. Por otra, la composición y monto de los activos bancarios responde a las nuevas capacidades de financiamiento y de diversificación de actividades que la liberalización financiera permite a los bancos mexicanos.

El estudio del comportamiento bancario se realiza, entonces, a partir de los balances bancarios. La evolución del lado derecho del balance —pasivo y capital contable—, al que nos referiremos como los pasivos u obligaciones bancarios, nos provee de información sobre la capacidad de los bancos mexicanos para financiar la inversión de las empresas. Distinguiremos en su análisis, por una parte, el conjunto de bancos, y por otra, a la banca comercial y de desarrollo.

Un elemento destacado lo constituye la participación del endeudamiento externo en el pasivo de los bancos mexicanos. En efecto, la debilidad del ahorro nacional en el periodo de estudio, los obligó a obtener activos en los mercados internacionales de capitales para asegurar la continuidad de su actividad de financiamiento. El endeudamiento externo desempeñó un papel decisivo en su capa-

cidad de financiamiento y tuvo consecuencias negativas al contribuir a fragilizar su situación financiera.

El análisis del lado izquierdo del balance nos permitirá, por su parte, estudiar la evolución de las actividades bancarias y, en particular, de la actividad de crédito. Dentro de ésta, la evolución del financiamiento al sector productivo tiene un lugar importante, puesto que permite establecer conclusiones sobre la relación entre el monto de crédito distribuido y el nivel de actividad global en la economía. *En particular, verificaremos la conclusión obtenida en el capítulo precedente, según la cual el sistema financiero mexicano constituye una economía de crédito.*

Examinaremos primero la capacidad de financiamiento de los bancos en el ámbito global, situando primero su dimensión en relación con el PIB y observando la participación relativa de bancos comerciales y de desarrollo en el total de los pasivos bancarios (Sección I).

En un segundo apartado estudiaremos la estructura de los pasivos bancarios y, puesto que los activos de largo plazo son determinantes de la capacidad de los bancos para financiar la inversión de las empresas, evaluaremos su peso en el total del balance (Sección II).

Después examinaremos la importancia y las características del financiamiento externo de los bancos y las consecuencias de éste sobre su actividad de financiamiento y sobre el funcionamiento del sistema bancario (Sección III).

Finalmente, analizaremos la evolución de los activos bancarios para establecer las características principales de su evolución, así como la importancia del financiamiento bancario del sector productivo (Sección IV).

SECCIÓN I

DIMENSIÓN DE LOS BALANES BANCARIOS
EN MÉXICO Y PARTICIPACIONES RELATIVAS
DE LOS BANCOS COMERCIALES Y DE DESARROLLO
EN EL TOTAL DE LOS PASIVOS BANCARIOS

El objetivo de esta sección es precisar la importancia del monto de los balances bancarios. Evaluaremos la dimensión de los balances bancarios en México y examinaremos las participaciones de los bancos comerciales y de desarrollo en el total de los pasivos bancarios.

Para situar el tamaño de los balances bancarios relacionaremos el monto del total de los balances de los bancos comerciales y de desarrollo con el monto del PIB. Esta comparación se observa en el cuadro 39 y la gráfica 43.

El monto del total de los balances bancarios respecto al PIB osciló entre 85.3% en 1986 y 49.8% en 1990, y su participación promedio en el periodo 1983-1993 fue de 63.5%. La dimensión de los balances bancarios en México es considerablemente inferior a la de países más desarrollados. Así, el ratio total de activos de bancos comerciales/PIB en México, Estados Unidos, Canadá y España, según la OCDE, representó, respectivamente, en 1993: 53, 91, 103 y 161% (OCDE, 95). El volumen de los balances bancarios en México es, sin embargo, importante; esto refleja la preponderancia del sistema bancario en el sistema financiero mexicano.

Las variaciones significativas constatadas en la participación de los balances bancarios respecto al PIB son, en gran parte, consecuencia de la evolución contrastada de este último en el periodo de referencia. En efecto, mientras que en 1983-1988 el PIB tuvo tasas de crecimiento negativas o débiles (0.25% en promedio), en 1984-1994 se mantuvo con tasas de crecimiento positivas (3.05% en promedio).

Por otra parte, la participación de los bancos comerciales y de desarrollo en el monto total de los balances bancarios es significativamente diferente.

El estudio de la participación relativa de los bancos comerciales y de desarrollo en el total de las obligaciones del sistema bancario

Cuadro 39

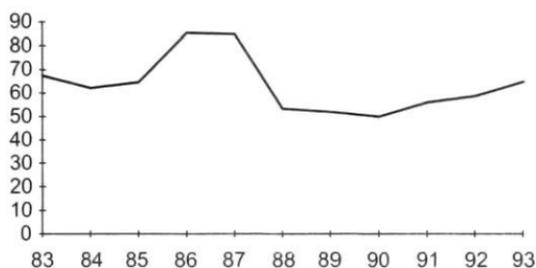
Dimensión de los balances bancarios (comerciales y de desarrollo) en relación con el PIB (1983-1993)

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)
<i>Total balances bancarios/PIB</i>	67.5	62.0	64.5	85.3	84.7	53.2	51.8	49.8	55.9	58.6	64.7

Cuadro elaborado a partir del Banco de México, *Informe anual, varios años*, para el total del balance; FMI, *Statistiques Financières Internationales*, 1995, p. 273, para el PIB.

Gráfica 43

*Dimensión de los balances bancarios (comerciales y de desarrollo)
respecto al PIB (1983-1993)*



Gráfica realizada a partir de los datos del cuadro 39.

mexicano permite apreciar la capacidad de financiamiento de cada uno. La participación en el periodo 1983-1994 se observa en el cuadro 40 y la gráfica 44. Se constata la predominancia de los bancos comerciales cuya participación, excepto en 1987 y 1988, es superior a la de los bancos de desarrollo.

Ocurre una ampliación de la diferencia en la participación de los dos tipos de bancos en los subperiodos 1983-1988 y 1989-1994. En efecto, mientras que en el primero los porcentajes promedio respectivos de los bancos comerciales y de desarrollo son de 52.3 y de 47.6%, en el segundo son, respectivamente, de 71.6 y de 28.4%. La participación promedio de los bancos comerciales en el total de las obligaciones bancarias en el segundo periodo representa así alrededor de 2.5 veces la de los bancos de desarrollo.

Dos elementos explican esta evolución: *a)* en el marco de la liberalización del sistema bancario, a partir de 1989, la libre determinación de las tasas de interés pasivas y la aparición de nuevos instrumentos de ahorro dirigidos al público permitieron un crecimiento rápido e importante de las obligaciones de los bancos comerciales; *b)* el objetivo de los poderes públicos de racionalizar la utilización

Cuadro 40

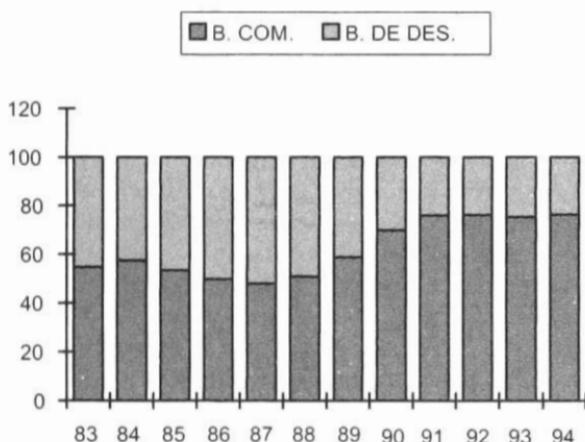
*Participación de los bancos comerciales y de desarrollo en el total de las obligaciones del sistema bancario
(sin el Banco de México) en el período 1983-1994.*

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)
BC	54.6	57.5	53.4	49.8	47.9	50.8	58.8	69.7	76.0	76.1	75.3	76.2
BD	45.4	42.5	46.6	50.2	52.1	49.2	41.2	30.3	24.0	23.9	24.7	23.8

Cuadro establecido a partir de Banco de México, *Informe anual*, varios años, para 1983-1988; Banco de México, *Indicadores económicos*, diciembre de 1994, pp. 1-6, 1-8, para 1989-1993, y para 1994, Banco de México, *Indicadores económicos*, agosto de 1996, pp. 1-16.

Gráfica 44

Participación de los bancos comerciales y de desarrollo en el total de las obligaciones del sistema bancario (sin el Banco de México) en 1983-1994



Gráfica establecida a partir de los datos del cuadro 40.

del financiamiento internacional por los bancos de desarrollo, fuente tradicional de financiamiento de este tipo de bancos, desempeñó un papel importante en la evolución de su participación en el total de los balances bancarios.

La evaluación de la dimensión de los balances bancarios permite obtener dos conclusiones generales sobre la capacidad de financiamiento del sistema bancario (SB) y de cada uno de los tipos de banco: a) la capacidad de financiamiento de los bancos mexicanos en este periodo fue considerablemente inferior a la de países más desarrollados, aun cuando el peso de sus activos respecto al PIB refleja la preponderancia del SB en el SFM; b) la capacidad de financiamiento de los bancos comerciales es considerablemente superior a la de los bancos de desarrollo y esta superioridad se acentúa en este periodo.

SECCIÓN II

LA ESTRUCTURA DE LAS OBLIGACIONES DE LOS BANCOS MEXICANOS

El análisis de este punto nos permitirá evaluar su aptitud para el financiamiento de la inversión de las empresas. En efecto, las participaciones relativas de las obligaciones a corto y largo plazo son un indicador del esfuerzo de transformación que los bancos deben realizar durante las operaciones de financiamiento a mediano y largo plazo y, en consecuencia, de la importancia del riesgo de iliquidez que enfrentan.¹ Debido a la relación evidente entre la duración media de los activos y la duración media de las obligaciones, los bancos no pueden prestar, sin correr riesgos graves, por periodos sistemáticamente más largos que los de sus obligaciones. El riesgo de iliquidez crece entonces con la liquidez de las obligaciones. *En esta sección pondremos en evidencia las características principales de la estructura de las obligaciones de los bancos comerciales y de desarrollo.*

Puesto que la presentación de los balances bancarios en los documentos del Banco de México no facilita la exposición de la participación de las obligaciones de origen externo, trataremos ese tema en una sección aparte.

Observaremos primero la estructura de las obligaciones de los balances de los bancos comerciales (§1) y, enseguida, la de los bancos de desarrollo (§2).

§1. LA ESTRUCTURA DE LAS OBLIGACIONES DE LOS BANCOS COMERCIALES

La evolución de la estructura de las obligaciones de los bancos comerciales, en el periodo 1983-1994, se presenta en el cuadro 41 y

¹ Como lo establecieron J. Gurley y E. Shaw, los intermediarios financieros centralizan el ahorro a corto plazo y lo prestan a mediano y largo plazo, cumpliendo así una función de transformación que lleva consigo un riesgo de iliquidez que puede evaluarse mediante el desequilibrio entre la estructura (por plazos) de los activos y de las obligaciones de los intermediarios financieros. Ahora bien, aun si la

la gráfica 45. Se observa que las obligaciones a corto plazo de los bancos comerciales muestran una participación promedio muy diferente en los subperiodos 1983-1988 y 1989-1994, ya que ésta aumentó de 13.7% en el primero a 42.4% en el segundo.

Las obligaciones de los bancos comerciales se caracterizan desde 1989 por su importante liquidez. La progresión de las obligaciones a CP obedece al aumento de los rubros "billetes, monedas y cuentas de cheques" y "ahorro a CP", los cuales incluimos en las obligaciones a CP.² La participación promedio de esos dos rubros en los dos periodos considerados fueron: "billetes, monedas y cuentas de cheques", 8.7 y 14.4%; "ahorro a CP", 5.0 y 28.0 por ciento.

La progresión del ahorro a CP refleja la multiplicación de las formas de ahorro como consecuencia del proceso de liberalización del sistema financiero mexicano, mientras que la progresión del rubro "billetes, monedas y cuentas de cheques" se explica esencialmente por la decisión de los bancos, desde 1989,³ de remunerar las cuentas de cheques. En efecto, el nivel de inflación, que fue significativamente inferior al del primer periodo, no permite explicar la importante progresión de este rubro.⁴

El aumento de las obligaciones a corto plazo de los bancos comerciales en el periodo 1989-1994 no habría sido seguramente tan importante sin la influencia ejercida por el fenómeno de inversión de la estructura de las tasas de interés que, aun cuando estuvo en

medida de la transformación necesita, como acabamos de señalar, el estudio de la estructura de los activos, la participación de las obligaciones a corto plazo permite tener una idea general de ese fenómeno.

² La razón de haber utilizado esta clasificación es poner en evidencia el esfuerzo de transformación que los bancos comerciales deben realizar para financiar la inversión de las empresas.

³ El Banco de México señaló que "como consecuencia de la autorización de remunerar las cuentas de cheques [...] se pudo observar una transferencia masiva de las obligaciones de los bancos hacia esas cuentas". Como resultado, la participación de las cuentas de cheques en el agregado monetario M1 pasó de 42.7% en 1989 a 71.3% en 1993. Cf. Banco de México, *Informe anual 1993*, p. 56.

⁴ La progresión promedio anual de los precios al consumo fue, en los periodos 1985-1988 y 1989-1993, respectivamente, de 95.1 y 17.7%. Fuente: OCDE, *Études économiques, Mexique 1995*, p. 187.

Cuadro 41

Estructura de las obligaciones de los bancos comerciales (1983-1994)

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994(a))
Obl. a CP (b)	16.4	15.3	15.1	12.9	11.5	11.1	34.8	47.7	51.6	43.5	39.8	36.8
Billetes, monedas, y c. de cheques	10.6	10.5	10.1	7.5	6.4	7.0	6.7	9.4	19.9	18.3	18.0	13.8
Ahorro CP	5.8	4.8	5.0	5.4	5.1	4.1	28.1	38.3	31.7	25.2	21.8	23.0
Dep. a plazo (c)	45.8	50.2	44.6	41.0	46.4	19.0	15.4	16.0	16.2	22.9	24.6	25.5
Certif. de dep. (d)	0.4	1.5	2.5	6.7	6.1	33.6	14.8	2.8	1.5	1.1	1.0	*
Otras deudas	3.4	3.1	4.3	3.9	3.9	5.8	6.0	6.0	5.7	6.4	6.9	6.9
Títulos a LP	32.5	28.3	31.9	33.6	29.3	26.7	25.1	23.7	21.6	21.9	23.1	25.8
Obligaciones	25.1	20.6	23.4	25.0	20.4	18.1	16.2	14.9	12.0	10.8	11.3	---
C. propios (e)	1.5	1.6	1.6	1.9	2.8	3.8	3.9	3.8	3.4	4.2	4.6	5.0
Total (100%)												

(a) Hasta el mes de octubre. (b) Billetes, monedas, cuentas de cheques. (c) Instrumentos de ahorro constituidos principalmente por instrumentos de plazo inferior a un año. (d) Los certificados de depósito pueden considerarse como depósitos a plazo negociables en el mercado monetario. Su duración varía entre 14 y 182 días. (e) Capital, reservas y resultados.

* El monto de los Certificados de Depósito para 1994 está incluido en los títulos a largo plazo.

Cuadro establecido a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años, para 1983-1988; y Banco de México, *Indicadores económicos*, diciembre de 1994, pp. 1-9, para 1989-1994.

Cuadro 42

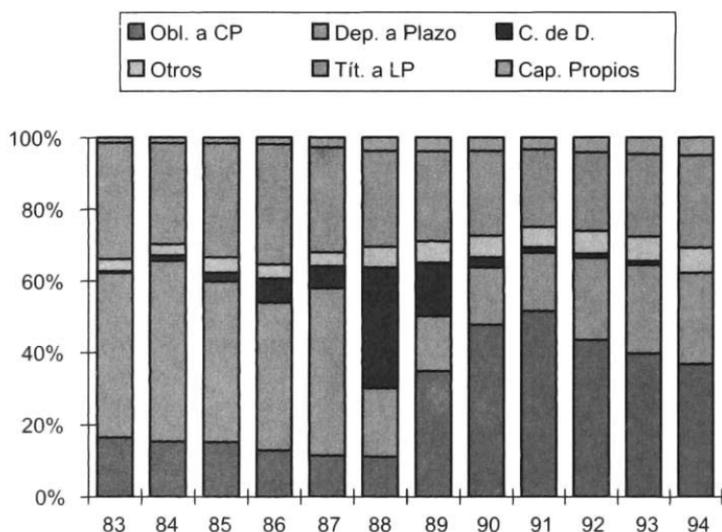
Inversión de la estructura de las tasas de interés en México (1983-1994)

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)
1. Tasa de certificados de dep. 1 mes	57.5	50.0	62.4	88.0	95.6	69.0	47.4	37.4	23.6	18.9	16.4	16.5
2. Tasa de depósitos a 3 meses	58.2	48.2	56.9	84.5	93.6	48.3	29.7	27.5	16.9	15.5	15.2	13.1
3. Tasa de bonos del gob. fed. a 5 años	--	--	--	--	--	--	--	7.5	4.4	--	5.1	--
Dif. (2 - 1)	0.7	-1.8	-5.5	-3.5	-2.0	-20.7	-17.7	-9.9	-6.7	-3.4	-1.2	-3.4
Dif. (3-1)	--	--	--	--	--	--	--	-29.9	-19.2	--	-11.3	--

Cuadro establecido a partir del Banco de México, *The Mexican economy*, 1996, p. 278, para 1 y 2; y Banco de México, *Indicadores económicos*, enero de 1994, pp. 1-58, para 3.

Gráfica 45

Estructura de las obligaciones de los bancos comerciales (1983-1994)



Gráfica establecida a partir de los datos del cuadro 42.

los dos periodos considerados, se acentuó en el transcurso de 1988 a 1991. Esta inversión de las tasas de interés se aprecia en el cuadro 42.

La progresión de las obligaciones a corto plazo tuvo como contrapartida la disminución de los depósitos a plazo (participación promedio en los dos periodos estudiados: 41.2 y 20.1% del total del balance) y de los certificados de depósito (8.5 y 3.5%). Los títulos a largo plazo redujeron también su participación (30.4 a 23.5%). Entre estos, las obligaciones disminuyeron su participación promedio de 22.1 a 13.0 por ciento.

Se observa, sin embargo, en la gráfica 45, una progresión de la participación de los depósitos a plazo y de los títulos a largo plazo

al final del segundo periodo. Los certificados de depósito, en cambio, después de haber tenido una participación importante en 1988 y 1989, son poco significativos hasta 1994. El mayor rendimiento de los instrumentos a corto plazo también motivó una sustitución de las cuentas de cheques y de los instrumentos de ahorro a corto plazo por los depósitos a plazo, pero también por los certificados de depósito y las obligaciones emitidas por los bancos comerciales.

En los periodos 1983-1988 y 1989-1994, el conjunto de los capitales permanentes de los bancos comerciales (títulos a LP + capitales propios) representó en promedio, respectivamente, 32.6 y 27.7%. Los capitales permanentes disminuyeron entre 1987 y 1991 y, al contrario, a partir de 1992 y hasta 1994 mostraron una progresión constante que se explica en parte por el aumento de los capitales propios que se desarrollan desde 1988. A este último aumento contribuyó la progresión de las provisiones por riesgo de no pago desde 1989 (para el conjunto del sector bancario, aumentaron en porcentaje del total de préstamos, de 0.2% en 1990 a 3.6% en 1994) (OCDE, 95).

§2. LA ESTRUCTURA DE LAS OBLIGACIONES DE LOS BANCOS DE DESARROLLO

Los bancos de desarrollo son instituciones encargadas del financiamiento de sectores específicos de la economía. Su objetivo principal es facilitar el acceso a los mercados de crédito de los sectores económicos que no encuentran financiamiento ante los bancos comerciales o que sólo lo obtienen en condiciones muy desfavorables. Estas instituciones promueven el financiamiento de los proyectos de inversión a largo plazo de las MPME (micro, pequeñas y medianas empresas) al tiempo que reducen la diferencia en el costo de financiamiento respecto a las grandes empresas.

Así, ante las favorables condiciones de financiamiento que obtienen las GE en los mercados internacionales, la reforma de los bancos de desarrollo iniciada en 1988 tuvo entre otros objetivos permitir a las MPME financiarse a costos similares mediante el acceso a los mercados internacionales.

Cuadro 43
Estructura de las obligaciones de los bancos de desarrollo (1983-1994)

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	1994(a)
Obl. CP (b)	3.7	3.6	2.6	1.7	1.6	6.8	0.7	0.9	3.5	3.4	3.8	3.2
D. a plazo (c)	6.7	8.1	7.1	5.6	5.5	2.5	3.9	7.7	7.2	6.4	7.8	8.2
Cert. de dep. (d)	0	0.6	1.2	1.3	0.1	0.2	3.9	2.5	2.7	7.4	10.7	*
Otras deudas	5.1	4.1	3.0	2.5	2.1	3.5	5.3	9.1	8.2	8.1	8.2	7.1
Títulos a LP	82.2	80.6	83.8	87.4	89.6	83.4	79.0	71.9	71.5	66.7	63.2	76.3
Obligaciones y bonos	74.0	73.9	77.8	81.2	85.0	77.9	75.0	67.2	66.8	60.2	54.7	---
C. propios (e)	2.3	3.0	2.3	1.5	1.1	3.6	7.2	7.9	6.9	8.0	6.3	5.2
Total (100%)												

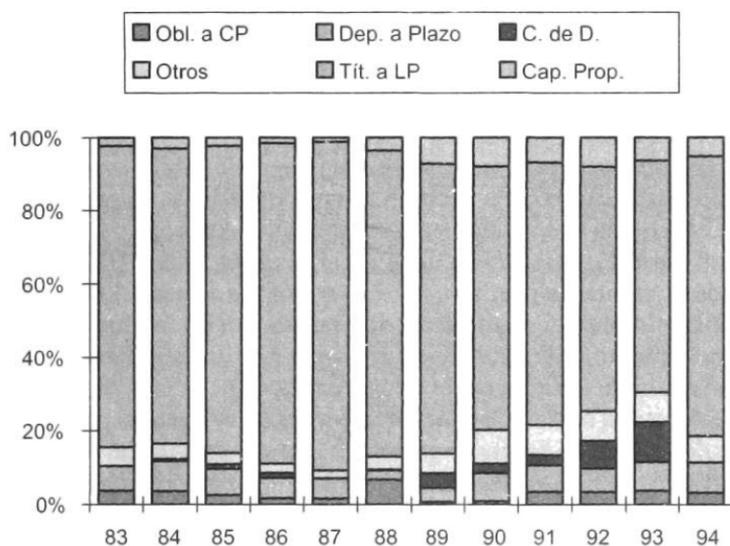
(a) Hasta el mes de octubre. (b) Cuentas de cheques. (c) Instrumentos de ahorro constituidos principalmente por los de plazo superior a un año. (d) Los certificados de depósito se consideran como depósitos a plazo negociables en el mercado monetario. Su duración varía entre 14 y 182 días. (e) Capital, reservas y resultados.

* El monto de los Certificados de Depósito para 1994 está incluido en los títulos a LP.

Cuadro establecido a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años, para los años 1983-1988; Banco de México, *Indicadores económicos*, diciembre de 1994, pp. 1-9, para los años 1989-1994.

Gráfica 46

Estructura de las obligaciones de los bancos de desarrollo en México (1983-1994)



Gráfica establecida a partir de los datos del cuadro 5.

Los diferentes bancos de desarrollo en México en el periodo estudiado son Nafin (industria), Bancomext (comercio exterior), Banobras (infraestructura pública), Banrural (agricultura y ganadería), Fira (agricultura y ganadería), BNCI (comercio interior), Fidec (comercio interior) y Fovi (vivienda social).

El cuadro 43 y la gráfica 46 presentan la evolución de la estructura de las obligaciones de este conjunto de bancos en el periodo 1983-1994.

Observamos que la participación de las obligaciones a corto plazo (billetes, monedas, cuentas de cheques e instrumentos de ahorro

a plazo inferior a un mes) más las cuentas a plazo [instrumentos de ahorro (depósitos a plazo) y certificados de depósitos] *es poco significativa*. Sin embargo, se constata una progresión de su participación, pues la suma de los dos rubros representó en promedio en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, 9.8 y 14.7% del total del balance. Se subraya también la débil participación de las cuentas de cheques (incluidas en las obligaciones a corto plazo), que representaron 0.5 y 0.7% en promedio en los periodos estudiados.

El aumento de los rubros "obligaciones a corto plazo y cuentas a plazo" obedeció principalmente a la progresión de la participación de los certificados de depósito (CD) en el total de las obligaciones de los bancos de desarrollo (su participación promedio pasa de 0.6% en el periodo 1983-1988 a 5.4% en el periodo 1989-1993). Estos títulos aumentan a partir de 1989, y sobre todo desde 1992, debido principalmente al objetivo de diversificación de las fuentes de financiamiento, que tuvo como consecuencia la modificación de la estructura de los activos de origen nacional.

Se constata también la gran participación de los capitales permanentes (títulos a LP más capitales propios), que representaron en promedio en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, 86.8 y 78.3% del total del balance, disminución que obedeció a la reducción de la emisión de obligaciones (deuda a largo plazo), que representaron en promedio, en los periodos considerados, 78.3 y 71.4%. Los capitales propios mostraron, al contrario, una progresión al pasar de 2.3% en promedio en el primer periodo a 6.9% en el segundo. Se observa, sin embargo, una tendencia a la disminución en los años 1993 y 1994, en los que representaron 6.3 y 5.2 por ciento.

RESUMEN

El análisis de la estructura de las obligaciones de los bancos de desarrollo muestra una diferencia muy clara respecto a la de los bancos comerciales: mientras que en éstos predominan las obligaciones a corto plazo, en los de desarrollo se constata la predominancia de los activos de mediano y largo plazo.

Las obligaciones de los bancos comerciales mexicanos se caracterizan por su liquidez, y esta característica se acentuó en el periodo 1989-1991, lo que implica un riesgo de iliquidez significativo en operaciones de financiamiento de largo plazo de las empresas. Sin embargo, una evolución favorable tuvo lugar en el periodo 1992-1994, en el que progresaron los capitales permanentes.

La característica principal de la estructura de las obligaciones de los bancos de desarrollo es, en cambio, la preponderancia de los capitales permanentes (títulos a largo plazo y capitales propios). En el periodo de estudio se observó una reducción de su participación, pero acompañada de la modificación de su estructura en el sentido del aumento del peso de los capitales propios en detrimento del endeudamiento. La estructura de financiamiento de los BD los capacita para el financiamiento de los proyectos de inversión a mediano y a largo plazo de las empresas.

SECCIÓN III

EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO DE LOS BANCOS MEXICANOS

Ante la debilidad del ahorro nacional, el mantenimiento de la actividad de financiamiento de los bancos mexicanos los obliga a obtener activos en los mercados internacionales de capitales. Esto tiene como consecuencia que la participación de las obligaciones de origen externo en el total de las obligaciones de los bancos mexicanos sea significativa. Esta participación presenta, sin embargo, características diferentes en los bancos comerciales y de desarrollo.

El endeudamiento externo obliga a los bancos a disponer de las divisas necesarias para cubrir sus obligaciones financieras. A este respecto debe recordarse que la posesión de divisas por los bancos mexicanos estuvo sometida en este periodo a una reglamentación cuyos principios se flexibilizaron progresivamente. En efecto, se distinguen dos etapas principales en el régimen del tipo de cambio en México durante esta etapa.

En el mes de diciembre de 1982 se instaura la obligación de la cesión de divisas al Banco de México y un doble mercado de cam-

bios que abarcaba, por una parte, una tasa de mercado controlada aplicable a transacciones determinadas (que representaban alrededor de 70.0% de las transacciones comerciales y de todos los pagos) y, por otra, una tasa de mercado libre, aplicable a las otras transacciones (FMI, 97). Después, a partir de noviembre de 1991 y hasta diciembre de 1994, las diversas disposiciones del control de cambios fueron abandonadas y su tasa controlada se fusionó con la tasa libre en una tasa única que se ajustaba de manera progresiva. Posteriormente se mantuvo un régimen de flotación (dentro de un margen) del tipo de cambio respecto al dólar, y los bancos estuvieron sometidos a la obligación de no presentar un endeudamiento neto en divisas superior a 15.0% de su capital.

Examinaremos primero el endeudamiento externo de los bancos comerciales (§1) y, enseguida, el de los bancos de desarrollo (§2).

§1. EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO DE LOS BANCOS COMERCIALES

El cuadro 44 muestra la evolución del endeudamiento externo.

La participación del endeudamiento de los bancos comerciales mexicanos, obtenido ante bancos e instituciones financieras extranjeras en el total del balance, representó en promedio en los periodos de 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, 20.8 y 15.2%. Se observa entonces una disminución, en promedio, del endeudamiento externo en el segundo periodo.

Es necesario subrayar, sin embargo, una evolución importante en el segundo periodo: *la progresión del endeudamiento externo a corto plazo*. En efecto, su participación promedio en los dos periodos fue, para las deudas a largo plazo, de 19.0 y 9.8%, y para las deudas a corto plazo, de 1.8 y 5.3%. Estas últimas aumentaron su participación de 2.0% en 1989 a 7.0% en 1994.

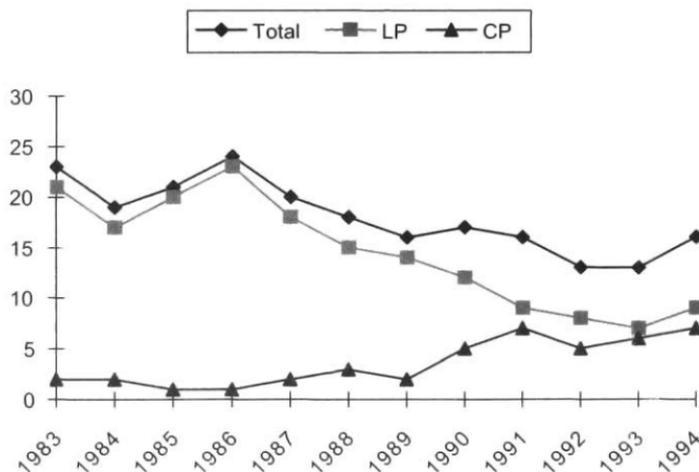
Estas cifras sugieren que la progresión del crédito bancario observada desde 1989 y hasta 1994 fue apoyada por el endeudamiento externo a corto plazo de los bancos comerciales mexicanos. La evolución del endeudamiento externo de los bancos comerciales se observa en la gráfica 47.

Cuadro 44													
Endeudamiento externo de los bancos comerciales (1983-1994). Monto en MMP y participación en el total del balance													
	(1983)		(1984)		(1985)		(1986)		(1987)		(1988)		
		%		%		%		%		%		%	%
LP	1 441	21	1 839	17	3 238	20	7 459	23	13 764	18	15 672	15	
CP	103	2	144	2	210	1	478	1	1 747	2	3 440	3	
Total	1 544	23	1 983	19	3 448	21	7 937	24	15 511	20	19 112	18	
	(1989)		(1990)		(1991)		(1992)		(1993)		(1994)		
		%		%		%		%		%		%	%
LP	21 301	14	29 216	12	33 286	9	34 774	8	37 816	7	74 671	9	
CP	3 279	2	11 486	5	24 209	7	25 051	5	33 221	6	53 418	7	
Total	24 580	16	40 702	17	57 495	16	59 825	13	71 037	13	128 089	16	

Cuadro elaborado a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años.

Gráfica 47

Participación del endeudamiento externo a largo y a corto plazo en el total del balance de los bancos comerciales (1983-1994)



Gráfica establecida a partir de los datos del cuadro 44.

§2. EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO DE LOS BANCOS DE DESARROLLO

El cuadro 45 y la gráfica 47 muestran la evolución del endeudamiento externo de los bancos de desarrollo en el periodo 1983-1994.

El endeudamiento registrado en este cuadro es a largo plazo, obtenido principalmente mediante la emisión de obligaciones, puesto que el de corto plazo fue prácticamente inexistente en el periodo estudiado.

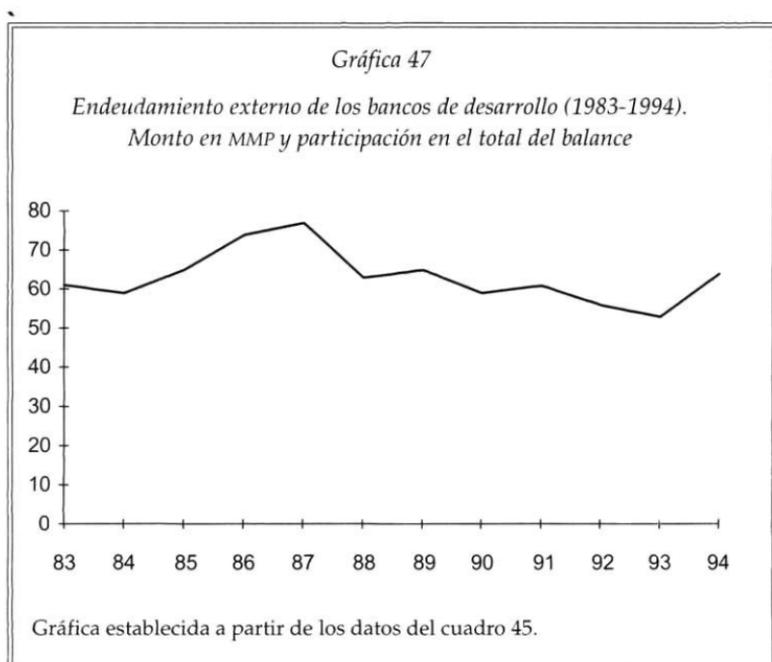
La participación del endeudamiento externo en el total del balance de los bancos de desarrollo fue, en promedio en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, de 66.3 y de 59.7%. La dis-

Cuadro 45

Endeudamiento externo de los bancos de desarrollo, 1983-1994. Monto en MMP y participación en el total del balance

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)
Monto	3 329	4 547	9 326	24 945	65 466	64 245	70 642	61 439	70 594	80 351	96 806	19 7174
%	60.7	58.6	65.4	73.6	76.8	62.9	64.9	59.3	60.7	56.3	53.4	63.7

Cuadro establecido a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años.



minución observada obedece al objetivo de racionalización de la utilización del financiamiento externo, establecido en el marco de la reforma de los bancos de desarrollo iniciada en 1988.

La importancia del endeudamiento externo de los bancos de desarrollo está ligada a sus requerimientos de activos a mediano y largo plazo para sostener la inversión de las MPME. En efecto, su carácter de instituciones públicas implica la responsabilidad del gobierno en el respeto de sus compromisos financieros, lo que les permite obtener, en tanto clientes sin riesgo, activos en condiciones de costo y de plazo favorables. Estos bancos financian así a las MPME en condiciones similares a las obtenidas por las grandes empresas (GE) que acceden directamente a los mercados financieros internacionales.

RESUMEN

La debilidad del ahorro nacional obliga a los bancos mexicanos a financiarse en los mercados internacionales de capitales. El análisis de su endeudamiento externo en el periodo 1983-1994 pone en evidencia dos características principales.

Primera: la participación del endeudamiento externo en el total del balance es claramente superior en los bancos de desarrollo, lo que se explica por el objetivo de apoyar la inversión de las MPME y por las posibilidades de acceso de estos bancos, en tanto instituciones públicas, a los mercados internacionales de capitales.

Segunda: respecto a la estructura del endeudamiento externo, observamos que el endeudamiento a corto plazo de los bancos comerciales es significativo y progresa desde 1989 y sobre todo en 1994. En cambio, como consecuencia de sus objetivos, el endeudamiento a corto plazo de los bancos de desarrollo es prácticamente inexistente. Su endeudamiento externo se realiza esencialmente a largo plazo.

SECCIÓN IV

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS DE LOS BANCOS MEXICANOS

El análisis de la estructura de los activos bancarios nos permitirá verificar, por un lado, el predominio de la distribución de crédito en las actividades de los bancos mexicanos y, por otro, constatar un paralelismo en las evoluciones de la distribución de crédito y de la actividad económica.

Este último aspecto se constata mediante el estudio de la evolución del crédito al sector industrial en el transcurso de los periodos 1983-1988 y 1989-1994, en los que el nivel de actividad económica fue radicalmente diferente.

El estudio de la función de financiamiento de los bancos mexicanos distinguirá la adquisición de títulos y la distribución de crédito. En el marco de esta última examinaremos la importancia del financiamiento en divisas de los bancos mexicanos.

Examinaremos primero la evolución de la estructura de los activos de los bancos mexicanos (§1), y después la evolución de su función de financiamiento (§2).

§1. EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA
DE LOS ACTIVOS DE LOS BANCOS MEXICANOS

El análisis de la evolución de la estructura de los activos de los bancos nos permitirá apreciar la importancia relativa de las actividades de distribución de crédito y de adquisición de títulos negociables. Estudiaremos, en primer lugar, la estructura de activos de los bancos comerciales (A), y enseguida la de los bancos de desarrollo (B), tratando de poner en evidencia las similitudes y diferencias en la evolución de los activos de esos dos tipos de bancos.

A. La estructura de los activos de los bancos comerciales

El cuadro 46 y la gráfica 48 muestran la evolución de la estructura de los activos de los bancos comerciales en el periodo 1983-1994. Al distinguir dos periodos, 1983-1988 y 1989-1994, se observa *la disminución importante de las disponibilidades* en promedio en los dos periodos señalados, respectivamente, de 24.5 a 4.0% del total de activos. Esta disminución obedece a la evolución de los depósitos interbancarios, mientras que las disponibilidades en divisas mantuvieron una participación promedio, constante en estos dos periodos, de alrededor 1.7% de los activos.

La evolución de los depósitos interbancarios se explica, a su vez, por dos fenómenos: *a)* la importante progresión de la inflación en el periodo 1983-1988 y *b)* el desarrollo de los mercados financieros a partir de 1988, que impulsó la inversión en títulos a corto plazo de alto rendimiento (Cetes, Tesobonos, Certificados de Depósito, papel comercial).

Los valores mobiliarios aumentan su participación promedio, de 10.6% en el periodo 1983-1988 a 16.5% en 1989-1994, y alcanzan una participación máxima de 23.3% en 1991. A partir de este último año

Cuadro 46
Evolución de la estructura de activos de los bancos comerciales (1983-1994)

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)*
Disponib.	40.4	39.0	26.3	18.7	12.1	10.4	6.5	5.1	3.9	3.2	2.6	2.8
Dep. Interb.	37.6	35.7	23.5	15.7	8.7	6.1	2.9	2.0	1.2	1.0	0.6	0.7
Divisas(a)	1.7	0.9	1.2	1.7	2.0	2.6	2.3	2.0	1.6	1.3	1.2	1.4
V. M.**	4.0	2.4	7.5	12.6	14.3	22.9	21.7	20.0	23.3	13.3	10.7	9.8
Crédito	51.0	54.4	61.2	62.9	67.5	61.5	66.8	69.1	67.9	78.1	81.2	81.1
En Portaf.	45.7	49.6	55.9	57.6	62.4	54.7	59.8	62.4	60.2	69.0	71.6	---
Mobilisados***	5.3	4.8	5.3	5.3	5.1	6.8	7.0	6.7	7.7	9.1	9.6	---
Autres	4.6	4.2	5.0	5.8	6.1	5.2	5.0	5.8	4.9	5.4	5.5	6.3

(a) Activos y depósitos internacionales.

* Hasta el mes de octubre.

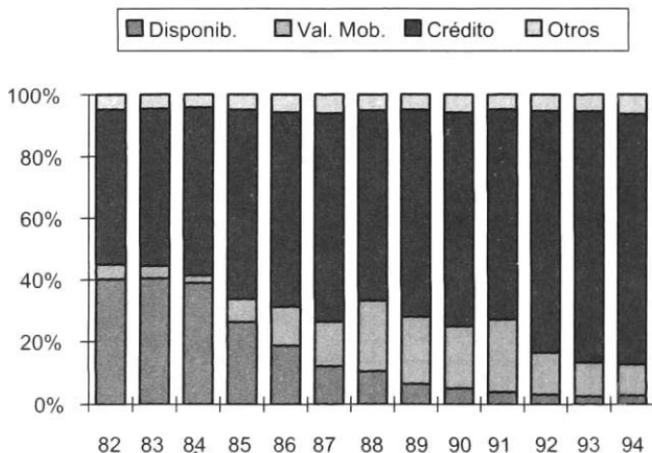
** Valores mobiliarios.

*** Cedidos al Banco de México.

Cuadro elaborado a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años, para 1982-1988; Banco de México, *Indicadores económicos*, diciembre de 1994, pp. I-8, para 1989-1994.

Gráfica 48

Evolución de la estructura de los activos de los bancos comerciales



Gráfica elaborada a partir del cuadro 46.

los valores mobiliarios disminuyen y representan sólo 9.8% en 1994, debido a la reorientación de los activos de financiamiento de los bancos del sector público al sector privado. Esta evolución es el resultado neto de la reducción de la participación de los títulos del sector público y del aumento de la participación de los títulos del sector privado.

La característica principal de la estructura de los activos de los balances de los bancos comerciales es la preponderancia de la actividad de distribución de crédito, que representó en promedio en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, 59.8 y 74.0%. Debe subrayarse el importante aumento de esta actividad a partir de 1991, año en el que representó 67.9% del total de activos para alcanzar 81.1% en 1994. Esta progresión se explica por el proceso de liberalización del sistema bancario que dio lugar a la intensificación de la competencia entre los bancos en el mercado de crédito.

RESUMEN

El análisis de la evolución de la estructura de los activos de los bancos comerciales pone en evidencia la preponderancia de su actividad de crédito y la progresión de su portafolio de valores mobiliarios, alentada por la aparición de títulos negociables en los mercados financieros emitidos por el sector público y por el sector privado (financiero y no financiero). La reorientación de los activos de financiamiento de los bancos comerciales desde el sector público hacia el sector privado tuvo como consecuencia una disminución de la participación de los valores mobiliarios a partir de 1991. Esta reorientación está ligada a la evolución contrastada de las necesidades de financiamiento del sector público (en disminución) y del sector privado (en aumento) en el periodo estudiado.

B. La estructura de los activos de los bancos de desarrollo

El cuadro 47 y la gráfica 49 muestran la evolución de la estructura de los activos del balance de los bancos de desarrollo en el periodo 1983-1994. Se observa que las disponibilidades representan un porcentaje muy bajo de los activos a lo largo del periodo. Su participación promedio en los periodos 1983-1988 y 1989-1994 fue, respectivamente, de 1.8 y 2.3%, y es coherente con el carácter a mediano y largo plazo de las obligaciones de estos bancos.

La participación de los valores mobiliarios es modesta; sin embargo, progresa en el segundo periodo de 2.6% en promedio durante el periodo 1983-1988 a 7.2% en 1989-1994. Esta progresión pone en evidencia el aumento del financiamiento bancario del sector productivo mediante la adquisición de títulos.

Se constata también que *la distribución de crédito es la actividad principal de los bancos de desarrollo y su participación promedio es de 74.8% en 1983-1988 y 79.7% en 1989-1994.*

La progresión de las actividades de crédito y de adquisición tuvo como contrapartida la disminución del rubro "otros activos", los cuales disminuyeron su participación promedio en los dos pe-

Cuadro 47

Evolución de la estructura de los activos de los bancos de desarrollo (1983-1994)

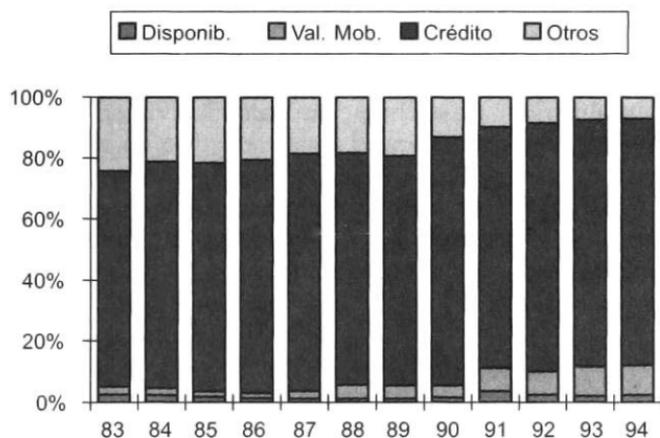
	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)*
Disponib.	2.6	2.4	1.8	1.4	1.3	1.2	1.3	1.7	3.7	2.5	2.1	2.4
Val. mob.	2.7	2.4	1.9	1.7	2.5	4.5	4.3	3.9	7.6	7.7	9.7	9.7
Crédito	70.4	74.0	74.7	76.2	77.6	75.9	75.0	81.3	78.9	81.3	80.8	80.9
Otros	24.3	21.2	21.6	20.6	18.6	18.4	19.4	13.1	9.8	8.5	7.4	7.0

* Hasta el mes de octubre.

Cuadro elaborado a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años, para 1982-1988; Banco de México, *Indicadores económicos*, diciembre de 1994, pp. 1-6, para 1989-1994.

Gráfica 49

Evolución de la estructura de los activos de los bancos de desarrollo (1983-1994)



Gráfica elaborada a partir del cuadro 47.

riodos considerados, de 20.8 a 10.9%. Esta baja está ligada a la disminución del financiamiento de las empresas del sector público por los bancos de desarrollo.

RESUMEN

La actividad de crédito es preponderante en la estructura de los activos de los bancos mexicanos, tanto comerciales como de desarrollo, y se acentuó en el periodo 1989-1994, a pesar de la progresión de sus portafolios de valores mobiliarios. Se observa también que la participación de estos últimos en el total de activos es netamente superior en el caso de los bancos comerciales.

§2. LA FUNCIÓN DE FINANCIAMIENTO
DE LOS BANCOS MEXICANOS

Estudiaremos en este punto la actividad de financiamiento del sector productivo de los bancos que se realiza esencialmente mediante dos vías: la adquisición de títulos negociables y la distribución de crédito. Sin embargo, es importante examinar previamente una de las particularidades del financiamiento de los bancos mexicanos: la importancia de su financiamiento en divisas.

Un primer punto tratará el financiamiento en divisas de los bancos mexicanos (A), enseguida examinaremos la evolución del financiamiento bancario mediante la adquisición de títulos (B) y, finalmente, analizaremos la evolución del financiamiento bancario mediante la distribución de crédito (C).

A. El financiamiento de los bancos
mexicanos en divisas

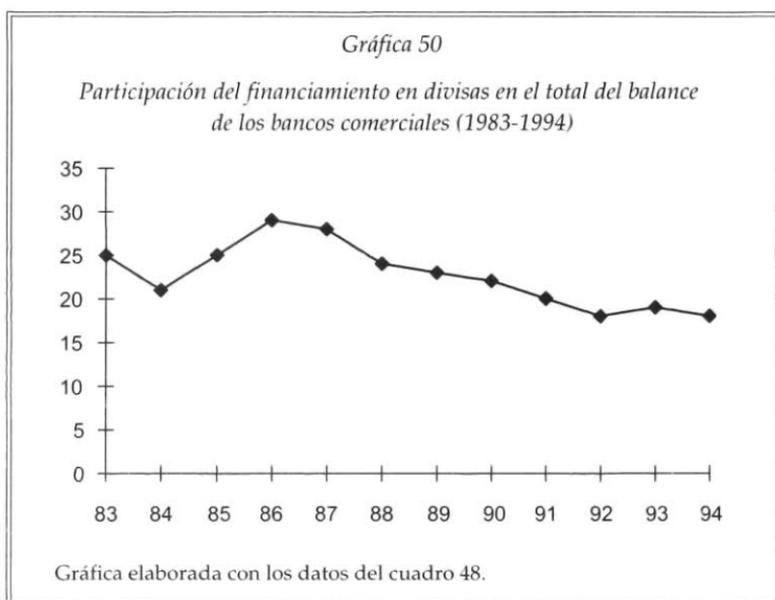
La importancia del financiamiento bancario en divisas es una característica tradicional del financiamiento bancario en México que refleja la participación significativa de las obligaciones de origen externo en el pasivo de los balances bancarios. Esta característica tiene consecuencias importantes: a) el financiamiento en divisas tiene una influencia potencialmente negativa sobre el control monetario: una sustitución importante del dólar por la moneda nacional podría falsear, en efecto, la estimación de la evolución de los agregados monetarios, si éstos no toman en cuenta el financiamiento de los bancos en dólares (Ortiz, 81).

b) Un financiamiento importante en divisas conduce a la disminución de la demanda de crédito bancario de las empresas en el caso de ausencia de mecanismos de protección a causa del riesgo cambiario, sobre todo si las empresas se encuentran ya muy endeudadas. La crisis de diciembre de 1994 puso en evidencia que éste era el caso de muchas empresas; al respecto, una estimación

Cuadro 48

<i>Participación del financiamiento en divisas en el total del balance de los bancos comerciales (1983-1994)</i>											
(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)*
25.4	21.1	25.0	29.2	27.7	24.2	22.8	21.7	19.6	18.0	19.3	18.1

* Hasta el mes de octubre.
Cuadro establecido a partir del INEGI, *Anuario estadístico 1994*, p. 361, para el monto del financiamiento en divisas; Banco de México, *Informe anual*, varios años; Banco de México, *Indicadores económicos*, diciembre de 1994, pp. 1-17, para el total del balance 1983-1993.



de la OCDE mostró la importancia de la exposición del riesgo de cambio de una muestra de GE mexicanas que cotizan en la bolsa.⁵

El financiamiento en divisas expone a los bancos al riesgo de cambio en la medida en que sus compromisos en divisas en el pasivo del balance no están equilibrados por activos en divisas y compromete la capacidad de los deudores para reembolsar sus deudas en caso de depreciación de la moneda nacional.

Examinaremos el financiamiento en divisas de los bancos comerciales (a) y, enseguida, el de los bancos de desarrollo (b).

⁵ La OCDE explica el endeudamiento en divisas de las GE por su deseo de reducir lo más posible la carga de intereses (el costo del financiamiento externo al ser más reducido) en un momento en que el riesgo de depreciación era considerado como débil. Véase OCDE, *Études économiques de l'OCDE, Mexique*, 1995, p. 60.

a) *El financiamiento en divisas de los bancos comerciales*

La evolución del financiamiento en divisas de los bancos comerciales en proporción del total de su balance se observa en el cuadro 48 y la gráfica 50.

Este tipo de financiamiento es significativo puesto que representó, en promedio, en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, 25.4 y 19.9%. Se observa una disminución en el segundo periodo, ligada a la disminución del endeudamiento externo de los bancos comerciales que representó, en los dos periodos considerados, respectivamente, 20.8 y 15.2% del total del balance.

Los activos en divisas de los bancos comerciales son superiores a los pasivos en divisas.⁶ Sin embargo, *un riesgo de iliquidez subsiste en este periodo en los balances de los bancos comerciales como consecuencia de que alrededor de tres cuartas partes de su endeudamiento externo está contratado a corto plazo.*

Al riesgo cambiario se adiciona el impacto negativo de una depreciación sobre la capacidad de reembolso de las empresas mexicanas altamente endeudadas en divisas y con ingresos insuficientes en divisas respecto a ese endeudamiento.

b) *El financiamiento en divisas de los bancos de desarrollo*

La importancia de las obligaciones de origen externo en el balance de los bancos de desarrollo se ve reflejada en el activo por la *predominancia del financiamiento en divisas*. Éste representó, respectivamente, 55.7 y 56.3% del balance. La evolución del financiamiento en divisas de los bancos de desarrollo se observa en el cuadro 49 y la gráfica 51.

⁶ La OCDE señala, en efecto, refiriéndose a la depreciación monetaria de diciembre de 1994, que: "La depreciación no tiene efecto directo sensible en los balances de los bancos mexicanos, ya que no pueden tener un endeudamiento neto en divisas superior a 15.0% de su capital. Sus compromisos en divisas están, en consecuencia, compensados por sus activos en divisas. Globalmente la posición neta de los bancos en divisas era positiva, por lo que el efecto directo de la depreciación fue una ligera ganancia". Véase OCDE, 1995, *op. cit.*, nota 43, p. 145.

Cuadro 49

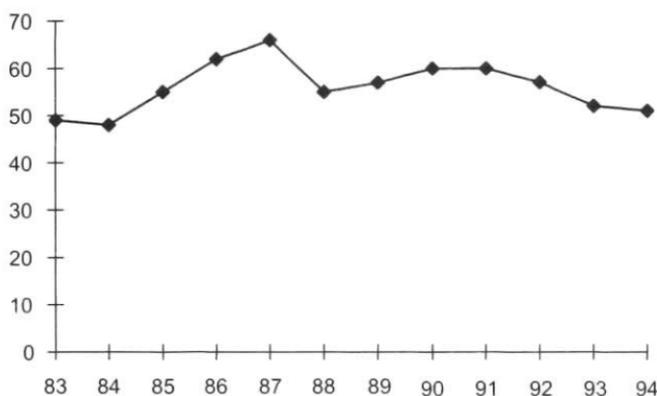
<i>Participación del financiamiento en divisas en el total del balance de los bancos de desarrollo (1983-1994)</i>											
(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)*
49.0	48.2	55.0	61.7	65.7	54.6	56.9	60.3	59.9	57.2	52.0	51.3

* Hasta el mes de octubre.

Cuadro establecido a partir del INEGI, *Anuario estadístico 1994*, p. 361, para el monto del financiamiento en divisas. Para el total del balance 1983-1993: *Informe anual*, varios años; Banco de México, *Indicadores económicos*, diciembre de 1994, pp. 1-15.

Gráfica 51

Participación del financiamiento en divisas en el total del balance de los bancos de desarrollo (1983-1994)



Gráfica elaborada con los datos del cuadro 49.

La importancia del financiamiento en divisas de los bancos de desarrollo está ligada a los objetivos perseguidos por este tipo de bancos. En particular el apoyo a la inversión y a la actividad de exportación de las MPME, que implica la adquisición de bienes de capital y la organización de estructuras de comercialización en el extranjero, impone a los bancos de desarrollo la obligación de procurar a las empresas un financiamiento en divisas.

RESUMEN

El estudio del financiamiento de los bancos mexicanos en divisas muestra la importancia de este tipo de financiamiento tanto para los bancos comerciales como para los de desarrollo. El financiamiento en divisas refleja la importancia de los activos de origen externo en el pasivo del balance de los bancos mexicanos. Señalaremos, sin embargo, dos características

ligadas al tipo de banco. Primera: el financiamiento en divisas es mucho más importante en el caso de los bancos de desarrollo que en el de los comerciales. Segunda: *la exposición al riesgo de iliquidez es sensiblemente superior en el caso de los bancos comerciales, cuyo endeudamiento externo está contratado mayoritariamente a corto plazo.*

B. El financiamiento bancario del sector productivo mediante la adquisición de títulos

Observamos que a pesar de su progresión en el periodo 1989-1994, la participación de los títulos en el balance de los bancos mexicanos es modesta comparada con la de la actividad de crédito. Sin embargo, el fenómeno de bursatilización se constata en los balances bancarios en México. Esta disminución de las formas tradicionales de financiamiento (crédito) y la progresión del financiamiento mediante títulos, así como sus consecuencias a nivel de la participación de los ingresos por comisiones en el beneficio bancario, han sido señaladas por diferentes autores (Osuna, 90; AMB, 90).

Examinaremos la evolución de la estructura de títulos poseídos por los bancos comerciales (a) y, enseguida, la evolución de la estructura de títulos poseídos por los bancos de desarrollo (b).

a) Evolución de la estructura de los valores mobiliarios en el activo del balance de los bancos comerciales según el sector emisor

Constatamos que la participación de los valores mobiliarios en el total de los activos de los bancos comerciales mexicanos representó, en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, 10.6 y 16.5%. Esta progresión de la participación de los valores mobiliarios se acompañó de modificaciones importantes en la participación de los diferentes sectores.

Observamos la evolución de la estructura de los valores mobiliarios de los bancos comerciales según el sector emisor en el cuadro 50 y la gráfica 52. El principal cambio que se constata concierne

Cuadro 50

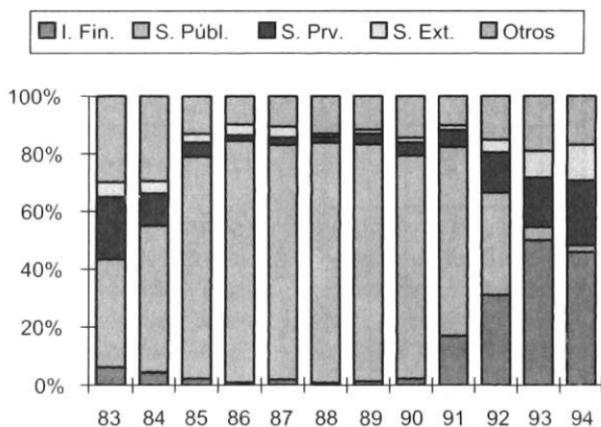
Estructura de los valores mobiliarios en el activo del balance de los bancos comerciales según el sector emisor (1983-1994)

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)*
I. Financieras	6.0	4.3	2.3	0.9	1.9	0.8	1.3	2.3	16.9	31.0	50.0	45.9
S. Público	37.5	50.8	76.6	83.5	81.1	83.0	81.9	77.0	65.4	35.4	4.6	2.3
S. Privado (Empresas)	21.4	11.1	4.9	1.9	2.6	2.0	3.6	4.5	5.8	13.9	17.1	22.5
S. Externo	5.3	4.3	3.0	3.8	3.8	1.0	1.4	1.7	1.7	4.4	9.3	12.3
Otros	29.8	29.5	13.2	9.9	10.6	13.2	11.8	14.5	10.2	15.3	19.0	17.0

Cuadro establecido a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años, para 1983-1988; y para 1989-1994: Banco de México, *Indicadores económicos*, diciembre de 1994, pp. 1-8.

Gráfica 52

Estructura de los valores mobiliarios en el activo del balance de los bancos comerciales, según el sector emisor (1983-1994)



Gráfica elaborada con los datos del cuadro 50.

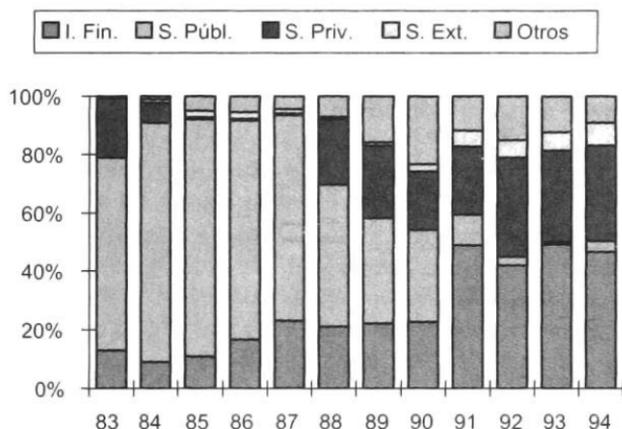
a la participación de los títulos públicos que disminuye en promedio en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, de 68.8 a 44.4%. En los años 1992 y 1994 esa participación representó, respectivamente, 35.4 y 2.3 por ciento.

En contraste con esta disminución se observa que las participaciones del sector privado y de los intermediarios financieros aumentan considerablemente. El sector privado representa en promedio en los dos periodos, respectivamente, 7.3 y 11.2%, y los títulos emitidos por los intermediarios financieros 2.7 y 24.6 por ciento.

Dos factores ligados al proceso de liberalización del sistema financiero explican estos cambios. Primero: la aparición de títulos negociables (principalmente los Certificados de Depósito y el papel comercial). Segundo: la reducción del déficit público y la mayor participación de los diferentes agentes económicos en la adquisición de títulos emitidos por el sector público. Esto último

Gráfica 53

Estructura de los valores mobiliarios en el activo del balance de los bancos de desarrollo, según el sector emisor (1983-1994)



Gráfica elaborada con los datos del cuadro 51.

fue alentado por los poderes públicos, que buscaban modificar el modo de financiamiento del sector de uno monetario a uno basado en activos de ahorro.

Se observa también una progresión de los títulos provenientes del sector externo. Éstos representaron en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, 3.5 y 5.1 por ciento.

La progresión de los títulos del sector privado y del sector externo se aceleró a partir de 1992, lo que evidencia la preocupación de los bancos comerciales por diversificar su portafolio de títulos a fin de optimizar su rentabilidad en un ambiente más competitivo. Señalamos también que el mayor financiamiento del sector productivo por los bancos refleja su importancia en el financiamiento de la inversión de las empresas.

Cuadro 51

Estructura de los valores mobiliarios en el activo de los balances de los bancos de desarrollo, según el sector emisor (1983-1994)

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)*
I. Financieros	12.9	9.0	10.8	16.6	23.1	21.0	22.2	22.7	48.9	42.0	49.2	46.5
S. Público	66.0	82.0	81.3	75.1	70.5	48.6	36.0	31.5	10.6	2.9	0.7	3.8
S. Priv. (Empresas)	20.4	6.9	0.7	0.6	0.5	22.5	24.8	19.9	23.2	34.0	31.4	32.7
S. Externo	0.7	1.1	2.2	2.3	1.5	0.8	1.1	2.5	5.5	6.0	6.4	8.0
Otros	0	1.0	5.0	5.4	4.4	7.1	15.9	23.4	11.8	15.1	12.3	9.0

Cuadro establecido a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años, para 1983-1988; y para 1989-1994, Banco de México, *Indicadores económicos*, diciembre de 1994, pp. 1-6.

b) Evolución de la estructura de los valores mobiliarios en el activo del balance de los bancos de desarrollo, según el sector emisor

La adquisición de títulos es una actividad poco significativa en el caso de los bancos de desarrollo, que representó en promedio 2.6% de los activos en el periodo 1983-1988 y 7.2% en 1989-1994. Esta característica se explica porque este tipo de bancos no tiene como objetivo principal la maximización de su beneficio, sino la satisfacción de las necesidades de financiamiento de los sectores prioritarios de la economía.

Se observa en el cuadro 51 y la gráfica 53, que la evolución de la estructura de los títulos poseídos por los bancos de desarrollo, según el sector emisor, es similar a la de los comerciales. En efecto, constatamos una disminución de la participación promedio, en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, de los títulos del sector público (70.6 a 14.3%) y la progresión de la participación de los títulos de los intermediarios financieros (15.6 a 38.6%), del sector privado (8.6 a 27.7%) y del sector externo (1.4 a 4.9 por ciento).

Un factor explicativo de estas evoluciones es la reorientación del financiamiento de los bancos de desarrollo del sector público hacia el sector privado. Esta reorientación fue uno de los objetivos de la reforma de estas instituciones emprendida a partir de 1988.

RESUMEN
<p>El análisis de la evolución de la estructura del portafolio de títulos de los bancos mexicanos, comerciales y de desarrollo, muestra una característica común: la disminución de la participación de los títulos del sector público paralelamente a la progresión de los títulos emitidos por los intermediarios financieros, por el sector productivo (sector privado) y, también, en menor grado, por el sector externo.</p> <p>Esta evolución permite constatar la reorientación del financiamiento de los bancos mexicanos, comerciales y de desarrollo del sector público hacia el sector privado, a la que contribuyeron la reducción de las necesidades de financiamiento del sector público, la aparición de títulos negociables y la reforma de los bancos de desarrollo que tuvo</p>

como objetivo, entre otros, dirigir el financiamiento de este tipo de bancos hacia los sectores que acceden difícilmente al financiamiento de los bancos comerciales.

C. El financiamiento bancario mediante la distribución de crédito

La evolución del financiamiento bancario del sector industrial en México en el periodo 1983-1994 se encontró inscrita en un proceso más general de evolución de la distribución del crédito. Así, cuando se distinguen los periodos 1983-1988 y 1989-1994, durante el segundo se observan dos características principales en la evolución de la distribución de crédito: la progresión en términos reales del volumen de crédito distribuido y la reorientación del crédito bancario del sector público al sector privado.

Ahora bien, es interesante observar en el crédito al sector privado las participaciones respectivas del crédito dirigido a los particulares y a las empresas. Esto nos permite un primer análisis del financiamiento bancario del sector productivo mediante distribución de crédito. El estudio de la estructura de la distribución de crédito según el sector económico beneficiario nos indica la importancia del crédito dirigido al sector industrial respecto al crédito dirigido a los otros sectores económicos. Analizaremos entonces la evolución en términos reales del monto del crédito distribuido por los bancos mexicanos (a), la reorientación del crédito bancario hacia el sector privado (b), la evolución de la estructura del crédito al sector privado (c) y la evolución del crédito bancario al sector industrial (d).

a) Evolución en términos reales del monto del crédito distribuido por los bancos mexicanos

El proceso de liberalización del sistema bancario mexicano que comenzó en 1988 y el proceso de privatización de los bancos realizado en el periodo de 1990-1992 intensificaron la competencia in-

Cuadro 52

Crédito distribuido por los bancos comerciales y de desarrollo (1983-1994)
(millones de pesos de 1978 y tasa de crecimiento real)

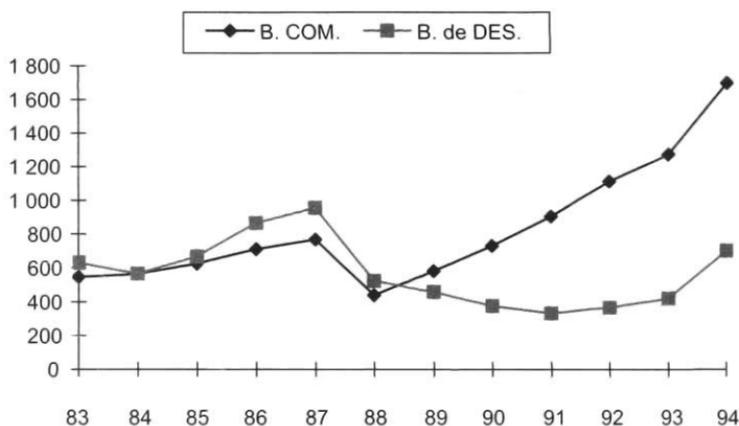
	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)*
BC	548.1	564.2	625.0	710.7	768.4	438.5	582.6	732.7	905.9	1113.6	1272.2	1694.7
T. de Cr.	-16.6	2.9	10.8	13.7	8.1	-42.9	32.9	25.8	23.6	22.9	14.3	33.2
BD	630.0	565.7	666.3	867.1	957.8	524.2	459.6	375.4	332.7	366.7	420.1	700.6
T. de Cr.	-28.2	-10.2	17.8	30.1	10.5	-45.3	-12.3	-18.3	-11.4	10.2	14.6	66.7

Cuadro establecido a partir del Banco de México, *Informe anual, Informe anual*, varios años, e INEGI, *Anuario estadístico*, p. 382, para 1983-1993, y para 1994: Banco de México, *Indicadores económicos*, agosto de 1996, pp. 1-14.

* Se utilizó una nueva metodología en la presentación de los balances bancarios a partir de 1994. En consecuencia, los montos presentados para este año no son estrictamente comparables con el resto de la serie.

Gráfica 54

Crédito distribuido por los bancos comerciales y por los bancos de desarrollo (1983-1984) (millones de pesos de 1978)



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 53.

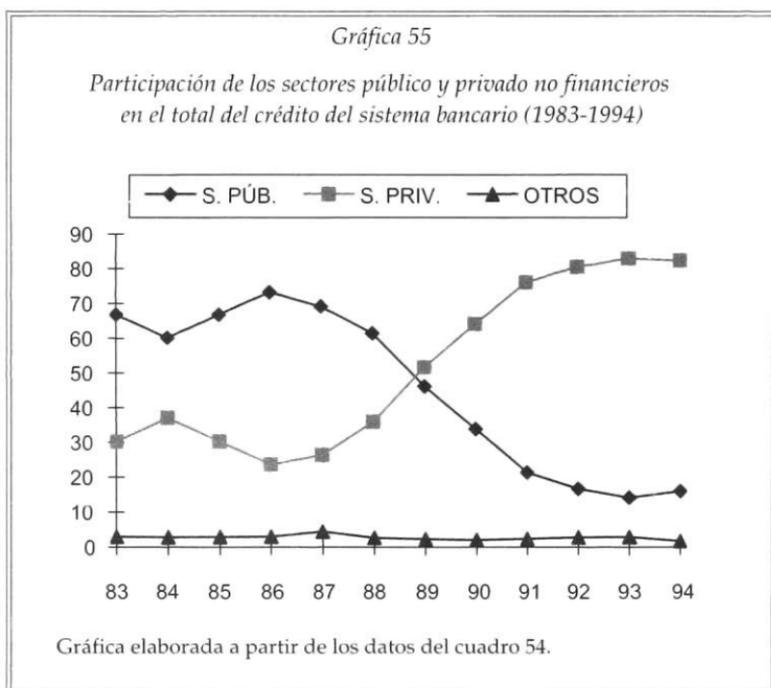
terbancaria. Esto condujo, en el marco de un ambiente optimista respecto a las perspectivas de evolución de la economía mexicana y del aumento de los activos en el periodo 1989-1994 a la *progresión en términos reales del monto del crédito distribuido por los bancos comerciales*. En cambio, el crédito distribuido por los bancos de desarrollo presentó una evolución diferente, como consecuencia de reformas dirigidas a la disminución de los subsidios otorgados al sector público. La evolución del monto real del crédito distribuido por los bancos comerciales y de desarrollo, en el periodo 1983-1994, se observa en el cuadro 52 y la gráfica 54.

Se constata que el crédito de los bancos comerciales progresa en promedio en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, de 609.2 a 921.4 millones de pesos. Al contrario, en estos dos periodos el crédito distribuido por los bancos de desarrollo disminuye en promedio de 701.9 a 390.9 millones de pesos de 1978.

Cuadro 53

Participación de los sectores público y privado no financieros en el total del crédito del sistema bancario (1983-1994)												
	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)
S. Público	66.8	60.1	66.8	73.3	69.2	61.4	46.1	33.9	21.5	16.7	14.2	16.0
S. Priv.	30.2	37.1	30.3	23.7	26.4	36.0	51.6	64.1	76.1	80.5	82.9	82.3
Otros	3.0	2.8	2.9	3.0	4.4	2.6	2.3	2.0	2.4	2.8	2.9	1.7
Total	100.0											

Cuadro establecido a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años, para 1983-1993. Para el año 1994: Banco de México, *Indicadores económicos*, agosto de 1996, pp. 1-32.



En el periodo 1989-1994 el crédito de los bancos comerciales presentó tasas de crecimiento positivas. Sin embargo, hay una disminución en 1993. Esto puede atribuirse a una actitud más prudente de los bancos en su distribución de crédito ante la deterioración de sus portafolios de préstamos (la progresión del crédito distribuido se acompañó, en efecto, de la progresión de la cartera vencida). El crédito de los bancos de desarrollo presenta tasas de crecimiento positivas sólo a partir de 1992, lo que se explica por la racionalización de su distribución de crédito en el marco de los procesos de reorganización y de redefinición de sus objetivos iniciados a partir de 1989. Estas evoluciones explican el intercambio de posiciones, en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, de los bancos comerciales y de desarrollo en la distribución de crédito (véase gráfica 54).

Cuadro 54

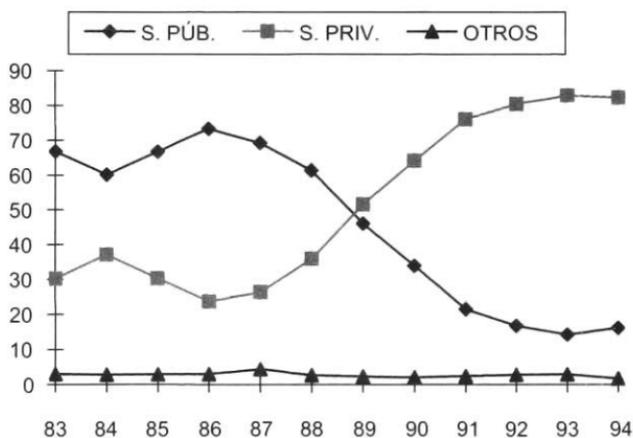
Crédito al sector privado por los bancos comerciales y los bancos de desarrollo (1983-1994)
(millones de pesos de 1978 y tasa de crecimiento real)

	1983	(TC)	1984	(TC)	1985	(TC)	1986	(TC)	1987	(TC)	1988	(TC)
B. Com.	284.4	- 28.5	323.7	13.8	314.1	- 3.0	283.5	- 9.7	313.7	10.7	271.5	- 13.5
B. de Des.	68.2	- 9.2	84.3	23.6	98.5	16.8	98.4	0	104.0	5.7	78.9	- 24.1
	1989	(TC)	1990	(TC)	1991	(TC)	1992	(TC)	1993	(TC)	1994	(TC)
B. Com.	450.3	65.8	588.0	30.6	757.4	28.8	973.0	28.5	1128.8	16.0	1515.8	34.3
B. de Des.	75.5	- 4.3	66.0	- 12.6	63.8	- 3.3	74.5	16.8	90.9	22.0	122.8	35.1

Cuadro establecido a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años, y del INEGI, *Anuario estadístico 1994*, p. 382. Para el año 1994; Banco de México, *Indicadores económicos*, agosto de 1996, pp. 1-14.

Gráfica 55

Participación de los sectores público y privado no financieros en el total del crédito del sistema bancario (1983-1994)



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 54.

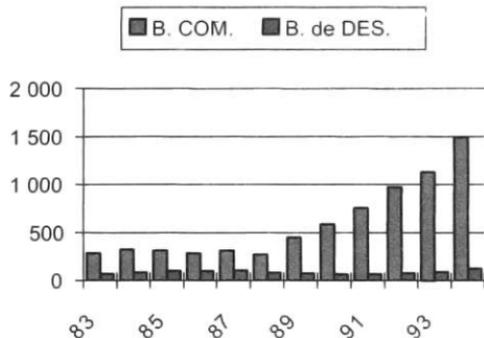
El monto global del crédito distribuido por los bancos mexicanos, comerciales y de desarrollo, progresa (en millones de pesos de 1978) de 1 042.2 en 1988 a 1 692.3 en 1993. Esta progresión estuvo acompañada de un cambio muy importante: la reorientación del crédito desde el sector público hacia el sector privado.

b) La reorientación del crédito bancario hacia el sector privado

La reducción del déficit público y la evolución de su financiamiento hacia uno en los mercados financieros, permitió un cambio fundamental en la orientación del crédito de los bancos mexicanos. Mientras que en el periodo 1983-1988 el crédito bancario estuvo dirigido esencialmente al financiamiento del déficit público, a par-

Gráfica 56

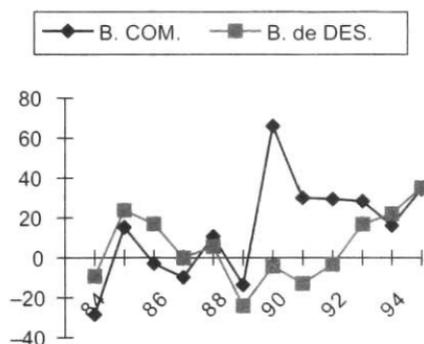
Crédito al sector privado por los BC y los BD (Millones de pesos de 1978)



Gráfica elaborada con los datos del cuadro 55.

Gráfica 57

Crédito al sector privado por los BC y los BD. Tasa de crecimiento real



Gráfica elaborada con los datos del cuadro 55.

tir de 1989 la capacidad de financiamiento del sector bancario se orientó prioritariamente hacia el privado. Esta evolución se observa en el cuadro 53 y la gráfica 55.

Para los años 1983-1993, el monto total del crédito corresponde a la columna "Sistema bancario" y los montos del crédito a los sectores público y privado incluyen el crédito a los intermediarios financieros pertenecientes a esos dos sectores. Para 1994, el monto total del crédito corresponde a la suma de las columnas: "Banca comercial consolidada" y "Banca de desarrollo".

Las participaciones promedio del crédito a los sectores público y privado en el total del crédito del sistema bancario (banca comercial y de desarrollo) fueron, respectivamente, en el periodo 1983-1988, de 66.3 y 30.6%, y en 1989-1994, de 24.7 y 72.9%. Se constata la predominancia del crédito al sector privado en el periodo 1989-1994. En 1993 las participaciones respectivas del crédito al sector público y al privado fueron, respectivamente, de 14.2 y de 82.9%. En este último año el monto del crédito bancario al sector privado representó casi cinco veces el monto del crédito dirigido al sector público.

La progresión del monto del crédito al sector privado, en términos reales, se observa en el cuadro 54 y las gráficas 56 y 57.

Se constata que el crédito al sector privado de los bancos comerciales presenta tasas de crecimiento reales positivas e importantes a partir de 1989. Sin embargo, se observa una disminución en 1993, como consecuencia del nivel de endeudamiento alcanzado por ese sector (el monto correspondiente a 1994, a causa de una nueva metodología en la presentación de la información, *no es comparable de manera rigurosa con el resto de la serie*). En contraste, las tasas de crecimiento del crédito al sector privado de los bancos de desarrollo, comienzan a ser positivas sólo a partir de 1992.

Sin embargo, la progresión del crédito bancario hacia el sector privado no favoreció en prioridad al sector de las empresas. Esto es puesto en evidencia por el análisis de la estructura del crédito al sector privado.

c) Evolución de la estructura del crédito de los bancos comerciales y de los bancos de desarrollo al sector privado no financiero (empresas-particulares)

El crédito al sector privado abarca el crédito a particulares y a las empresas. Mientras que el primero concierne el crédito demandado para la compra de bienes de consumo durable y la construcción de vivienda, el segundo está ligado a las necesidades de explotación y de inversión de las empresas. El mejoramiento de las perspectivas económicas y la intensificación de la competencia hacia el final de los años ochenta explican la progresión del crédito solicitado tanto por los particulares como por las empresas en el periodo 1989-1994. En particular, la progresión de la demanda de crédito de las empresas fue consecuencia de la disminución de su tasa de autofinanciamiento en este periodo.

Ahorabien, se constata una evolución diferente de la estructura del crédito a la del sector privado por los bancos comerciales y de desarrollo (véase cuadro 55 y gráficas 58 y 59). En efecto, en el caso de los bancos comerciales, la progresión del crédito al sector privado privilegió desde 1989 al sector de los particulares, cuya participación en el total del crédito es mayoritaria en 1992 y 1993. Al contrario, el crédito al sector privado de los bancos de desarrollo presenta en su composición una participación más importante de las empresas; esta característica se acentúa a partir de 1989.

Sin embargo, debido a que el crédito de los bancos comerciales es predominante en el total del crédito, fue el sector de los particulares el que se benefició prioritariamente de la progresión del crédito al sector privado.

d) Evolución del crédito bancario al sector industrial

La predominancia de los particulares en el crédito de los bancos comerciales al sector privado en el periodo 1989-1994 influyó naturalmente en la evolución de la estructura del crédito bancario según el sector de actividad beneficiario. El análisis de esta última estructura nos permitirá poner en evidencia las características

Cuadro 55

Estructura del crédito de los bancos comerciales y de los bancos de desarrollo al sector privado no financiero (1983-1994) (empresas-particulares)

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)*
BC												
Empresas	63.7	62.3	60.1	62.2	64.0	60.0	59.7	56.3	52.5	49.4	48.6	73.7
Partic.	36.3	37.7	39.9	37.8	36.0	40.0	40.3	43.8	47.5	50.6	51.4	26.3
BD												
Empresas	46.2	55.4	60.6	68.8	74.2	68.6	90.5	89.8	87.8	85.2	84.6	96.7
Partic.	53.8	44.6	39.4	31.2	25.8	31.4	9.5	10.2	12.2	14.8	15.4	3.3

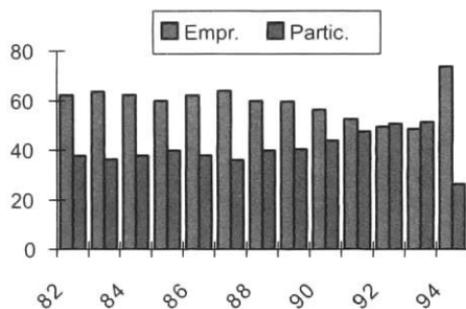
Cuadro establecido a partir del Banco de México, *Informe anual*, varios años. Para el año 1994: Banco de México, *Indicadores económicos*, agosto de 1996, pp. 1-32.

*Nueva metodología. La cifra para el último año no es estrictamente comparable con el resto de la serie.

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

Gráfica 58

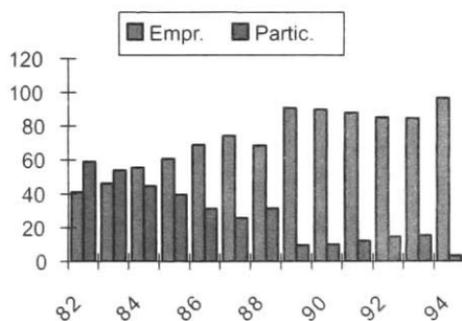
Estructura del crédito de los BC al sector privado no financiero



Gráfica elaborada con los datos del cuadro 55.

Gráfica 59

Estructura del crédito de los BD al sector privado no financiero



Gráfica elaborada con los datos del cuadro 55.

Cuadro 56

Estructura del crédito bancario según el sector de actividad. Crédito distribuido por los BC y los BD (1983-1994)

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)	(1989)	(1990)	(1991)	(1992)	(1993)	(1994)
Agricultura, minería, pesca	8.5	10.4	10.0	8.2	7.8	11.2	10.9	9.7	8.9	8.2	7.6	7.6
Industria (energ. transf., constr.)	31.9	30.8	26.6	23.1	20.9	21.5	22.5	23.2	23.6	24.1	20.6	22.9
Vivienda	2.4	3.4	3.2	2.7	2.4	4.6	4.7	5.2	4.6	4.0	13.2	14.1
Servicios	17.2	16.6	15.6	15.2	15.1	15.6	18.4	24.1	29.5	33.1	31.3	20.3**
Comercio	6.8	9.2	6.8	5.2	4.6	6.4	11.3	13.4	14.7	16.2	14.9	16.7
Gobierno	33.2	29.6	37.8	45.6	49.2	40.7	32.2	24.4	18.7	14.4	12.4	18.4
Total	100.0											

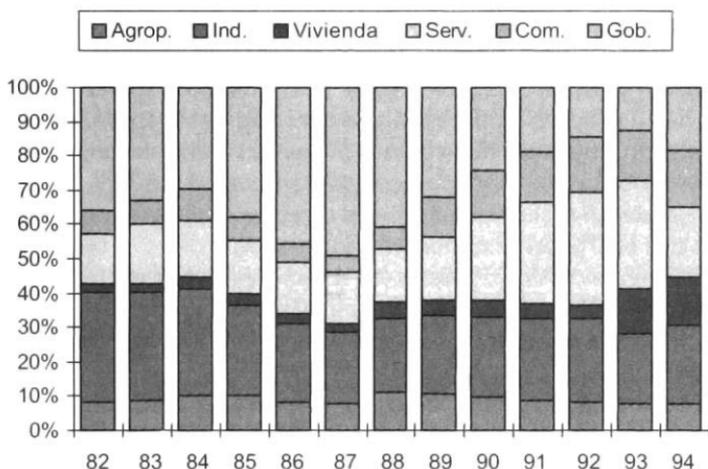
* Sin servicios financieros ni sector externo.

Cuadro establecido a partir del INEGI. *Anuario estadístico*, 1994, p. 366, para 1982-1993. Para 1994: Banco de México, *Indicadores económicos*, agosto de 1996, pp. 1-32.

**Para el último año el monto del crédito al sector servicios incluye el crédito al consumo.

Gráfica 60

Estructura del crédito bancario según el sector de actividad.
Crédito distribuido por los BC y los BD (1983-1994)



Gráfica elaborada a partir de los datos del cuadro 56.

de la evolución de la participación de aquellos sectores ligados a los gastos de los particulares y del sector industrial en el total del crédito bancario.

El análisis en términos reales del crédito dirigido al sector industrial nos permitirá, en particular, verificar un paralelismo entre las evoluciones del nivel de actividad económica y del volumen del crédito dirigido a ese sector.

Examinaremos primero la evolución de la estructura del crédito bancario según el sector de actividad beneficiario (d.1.) y, enseguida, la evolución del crédito al sector industrial (d.2.).

d.1) Evolución de la estructura del crédito bancario según el sector de actividad beneficiario

La evolución del crédito bancario según el sector de actividad se presenta en el cuadro 56 y la gráfica 60. Se observa, primero, la importante disminución de la participación promedio del crédito al gobierno en el total del crédito, la cual se reduce en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, respectivamente, de 39.4 a 20.1%. Esta participación pasa de 32.2% en 1989 a 12.4% en 1993. Al contrario, se observa la progresión del crédito a los sectores vivienda, servicios y comercio, cuyas participaciones promedio aumentaron, respectivamente, en los dos periodos considerados, de 3.0 a 7.6%, de 15.9 a 26.1%, y de 6.5 a 14.5%. El conjunto de estos sectores representó en 1993, casi 60.0% del total del crédito bancario.

La progresión del crédito a estos sectores refleja el crecimiento, a partir de 1989, del crédito a los particulares, es decir, del crédito destinado a la compra de bienes y servicios y a la construcción de vivienda.

El sector "Agricultura, minerales y pesca" mantiene una participación estable en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, con 9.4 y 8.8%, respectivamente, del total del crédito bancario.

Se observa que la participación promedio del crédito a la industria disminuye en los dos periodos considerados, de 25.8 a 22.8 por ciento (gráfica 60).

d.2) El crédito bancario a la industria

El crédito bancario al sector industrial mantuvo una participación constante en el total del crédito en el periodo 1989-1994. Esto fue posible gracias a la progresión en términos reales del crédito dirigido a este sector. Sin embargo, nos preguntamos si esta progresión fue suficientemente importante como para satisfacer el aumento de la necesidad de financiamiento de las empresas en este periodo.

La constancia de la participación del crédito bancario al sector industrial en el total del crédito, en el periodo 1989-1994, implicó la progresión en términos reales del crédito a ese sector desde

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

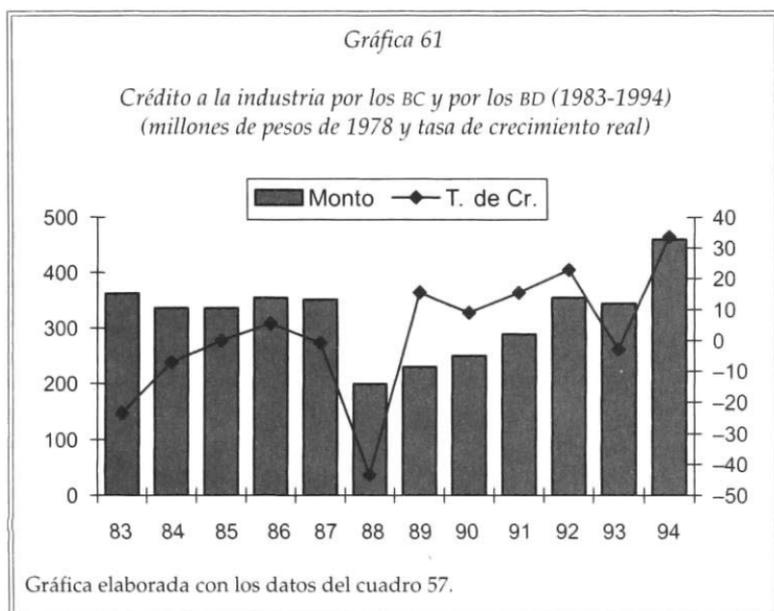
Cuadro 57

Crédito a la industria por los BC y por los BD (1983-1994)
(millones de pesos de 1978)

	(1983)	(1984)	(1985)	(1986)	(1987)	(1988)
Monto	361.9	335.7	335.7	354.2	350.9	198.7
T. de Cr.	-23.5	-7.2	0	5.5	-0.9	-43.4
	1989	1990	1991	1992	1993	1994*
Monto	229.3	250.0	288.6	354.3	344.0	459.6
T. de Cr.	15.4	9.0	15.4	22.8	-2.9	33.6

Cuadro establecido a partir del INEGI, *Anuario estadístico*, 1994, pp. 366 y 382, para los años 1983-1993. Para 1994: Banco de México, *Indicadores económicos*, agosto de 1996, pp. 1-32.

*Una nueva metodología fue utilizada en la presentación de los balances bancarios a partir de 1994, en consecuencia, los montos presentados para este año no son estrictamente comparables con el resto de la serie.



1989. Sin embargo, como se observa en el cuadro 57, el monto real del crédito a la industria en 1993 es inferior al de 1983. Esta evolución se explica por la importante disminución del crédito a este sector en 1988 (disminución que se produjo en el contexto de una reducción del volumen global del crédito distribuido por los bancos mexicanos) y por la predominancia del crédito al consumo y a la vivienda desde 1989.

Las tasas de crecimiento anual del crédito al sector industrial presentan signos opuestos en los periodos 1983-1988 y 1989-1994. Esas tasas son negativas en el primer periodo y positivas en el segundo, excepto en 1993 (véase gráfica 61). Los montos promedio del crédito bancario al sector industrial son, en consecuencia, similares en esos dos periodos. Esos montos alcanzan, respectivamente, 322.9 y 321.0 millones de pesos de 1978.

La similitud de los montos del crédito dirigido a la industria en esos dos periodos se considera como una evolución insatisfactoria, ya que la necesidad de financiamiento de las empresas industriales en esos periodos fue radicalmente diferente. En efecto, en 1983-1988 la FBCF fue en promedio nula o negativa, mientras que en el segundo periodo la intensificación de la competencia exigió a las empresas un importante esfuerzo de inversión.

Esta progresión de la inversión provocó evoluciones contrastadas del comportamiento financiero de los diferentes tamaños de empresas industriales. Así, la progresión de la inversión de las GE industriales se tradujo en la disminución de su tasa de autofinanciamiento. La razón autofinanciamiento/inmovilizaciones corporales, en promedio, en los periodos 1983-1988 y 1989-1994, disminuyó de 165.0 a 61.0%. Esta disminución se intensificó a partir de 1992, de manera que en 1994, fue de sólo 15.0%. Esta reducción fue equilibrada por un aumento de la utilización de crédito bancario que progresó, en porcentaje del total del balance, de 16.6% en 1989 a 34.3% en 1994.

Al contrario, la progresión de la inversión de las MPME industriales se tradujo en un aumento de su tasa de autofinanciamiento (autofinanciamiento/inmovilizaciones corporales), de 55.4% en 1985 a 67.7% en 1990.

Estas evoluciones contrastadas en el comportamiento financiero reflejan la desigualdad en el acceso al crédito bancario de las empresas según su tamaño. Esta desigualdad falsea la competencia en beneficio de las empresas más grandes. Ante esta situación, los bancos de desarrollo buscan satisfacer las necesidades de crédito bancario de las MPME, a partir de una selección de proyectos de inversión fundada en la rentabilidad y no en la capacidad financiera del solicitante.

CONCLUSIÓN DEL CAPÍTULO 4

La evolución del comportamiento bancario en México durante el periodo 1983-1994 responde al movimiento de liberalización del sistema financiero. Las características de esa evolución son puestas en evidencia mediante el análisis de los balances bancarios.

Por una parte, la evolución de los pasivos bancarios en este periodo permite destacar algunas características importantes del comportamiento bancario.

Primera: la capacidad de financiamiento de los bancos en México, medida por el peso de sus balances en relación con el PIB fue considerablemente inferior a la de países más desarrollados; sin embargo, su peso refleja la predominancia del sistema bancario dentro del sistema financiero mexicano. Por otra parte, los bancos comerciales muestran una capacidad de financiamiento considerablemente superior a la de los bancos de desarrollo.

Segunda: los activos de largo plazo son preponderantes en la estructura de financiamiento de los BD; esta característica los hace entidades aptas para el financiamiento de los proyectos de inversión de las empresas. Los bancos comerciales, en cambio, deben asumir un riesgo de iliquidez significativo al financiar proyectos de inversión, debido al importante peso de los activos de corto plazo en su estructura de financiamiento y a su progresión significativa a partir de 1989 y hasta 1994.

Tercera: el endeudamiento externo de corto plazo de los bancos comerciales tiene un papel significativo en la capacidad de financiamiento de los bancos mexicanos y progresó en el periodo 1989-1994. Al respecto

observamos que los balances bancarios se vieron fragilizados por la obligación de obtener divisas que permitieran cubrir el endeudamiento de corto plazo en moneda extranjera. Al riesgo de iliquidez que surge de la actividad de transformación de los bancos se agregó, en consecuencia, un creciente riesgo de tipo de cambio que contribuyó al desencadenamiento de la crisis de 1994.

El análisis de los activos bancarios, por su parte, muestra que la evolución del financiamiento bancario del sector industrial en México, durante el periodo 1983-1994, se encuentra inscrita en un proceso más general de evolución de la distribución del crédito bancario. *Dos elementos esenciales de esta evolución los constituyen la progresión en términos reales del volumen de crédito distribuido y la reorientación del crédito del sector público hacia el sector privado a partir de 1989.*

Esta reorientación del crédito benefició, sin embargo, principalmente a los particulares y sólo de manera secundaria a las empresas. En este marco, la participación del crédito dirigido al sector industrial en el total del crédito disminuyó en promedio en el periodo 1989-1994 (comparativamente con el periodo 1983-1988), mientras que la participación de los sectores ligados al consumo de los particulares (vivienda, servicios y comercio) progresó.

Ahora bien, el sector industrial mantuvo una participación estable en el total del crédito en el periodo 1989-1994. Esto fue posible gracias a la progresión en términos reales del crédito a ese sector. Esta constatación pone en evidencia *un paralelismo entre la evolución de la actividad económica (que crece en este periodo) y el volumen del crédito al sector productivo, lo que permite sugerir que la economía mexicana constituye en este momento una economía de crédito, entendida como economía en la que hay una relación de determinación de la actividad económica por el crédito bancario.*

La progresión del crédito al sector industrial parece, sin embargo, insuficiente respecto al aumento de la necesidad de financiamiento de las empresas industriales en el periodo 1989-1994 en el que la FBCF aumentó considerablemente.

Finalmente, la confrontación de ambos lados de los balances bancarios permite observar que la progresión del endeudamiento externo de corto plazo coincide con la del monto de crédito distri-

buido, por lo que proponemos la hipótesis de que *el financiamiento externo sustituyó al financiamiento del banco central y contribuyó a la creciente distribución de crédito en esta etapa.*

CONCLUSIÓN DE LA SEGUNDA PARTE

El establecimiento de un nuevo modelo de desarrollo en México desde 1983, que tuvo como una de sus prioridades la liberalización del sistema financiero, se reflejó en cambios fundamentales en el funcionamiento del sistema bancario y de la distribución de crédito.

Constatamos en esta segunda parte el bajo nivel de endeudamiento de los bancos ante el banco central en la mayor parte del periodo 1983-1994. La modificación del modo de financiamiento del sector público y la desaparición del déficit público al final de este periodo, gracias al proceso de privatización de las empresas públicas, permitieron desde 1989 un fortalecimiento de la relación entre la actividad del sector productivo y la oferta de crédito bancario. Este último es, desde entonces, endógeno a la economía. En el periodo 1989-1994, la oferta de crédito reflejó un mecanismo similar al del divisor de crédito: los bancos equilibraron sus balances mediante la cesión de divisas al banco central y de su endeudamiento a corto plazo ante bancos extranjeros, este último sustituyó al refinanciamiento del banco central. El importante endeudamiento de los bancos ante el banco central de diciembre de 1994 a diciembre de 1996 reflejó una obligación de refinanciamiento que se ejerce sobre el banco central durante los periodo de intensa actividad económica.

Estos comportamientos del sistema bancario, nos llevan a subrayar que el funcionamiento de la economía mexicana se acercó al de una economía de endeudamiento. Sin embargo, esta afirmación es matizada por la disminución progresiva del endeudamiento de los bancos ante el banco central después de diciembre 1994, lo que muestra que ese endeudamiento respondió a un fenómeno temporal ligado a la crisis monetaria y por la falta de un prestamista internacional de última instancia. Esta observación nos conduce a afirmar que la economía mexicana constituye una economía de crédito.

El fortalecimiento de la relación entre el financiamiento bancario y la actividad productiva es puesta en evidencia por la progresión de títulos del sector privado en el balance de los bancos en detrimento de los títulos del sector público. En ese marco *constatamos una evolución positiva en términos reales en esta etapa del crédito a la industria.*

Por otra parte, la progresión de la actividad de gestión de títulos de los bancos mexicanos no modificó en esa época el lugar preponderante de la actividad de crédito, lo que permite apoyar la opinión de que la economía mexicana constituye una economía de crédito.

CONCLUSIÓN GENERAL

La evolución del financiamiento bancario de las empresas industriales en México en el periodo 1983-1994 fue influida por modificaciones importantes del marco macroeconómico ligadas al establecimiento de un nuevo modelo de desarrollo. En efecto, el estancamiento de la actividad económica en el periodo 1983-1988 y su progresión en 1989-1994, así como la evolución radicalmente diferente de los principales indicadores macroeconómicos en los dos periodos, condujeron a las empresas industriales a adoptar comportamientos productivos y financieros muy contrastados.

La liberalización del sistema financiero que constituyó uno de los ejes del nuevo modelo de desarrollo y, en particular la privatización del sistema bancario y su evolución hacia un esquema de banca universal en el marco de la formación de grupos financieros, también se tradujeron en un proceso de evolución de las actividades bancarias en el seno del cual la distribución de crédito tuvo cambios importantes.

Las características del comportamiento financiero de las empresas y de la oferta de crédito bancario están ligadas al marco macroeconómico. Por eso el estudio de los factores que determinan el financiamiento bancario de las empresas industriales se realizó desde la perspectiva del funcionamiento global del sistema financiero.

Utilizamos para este estudio la distinción teórica "economía de endeudamiento-economía de mercados financieros" como instrumento de análisis del funcionamiento del sistema financiero mexicano. Ahora bien, una economía de endeudamiento se define por un doble nivel de endeudamiento: de las empresas ante los bancos y de los bancos ante el banco central.

Estas características se observaron en México. Efectivamente, la utilización de crédito bancario por las empresas mexicanas es tradicionalmente importante y se constató también, entre diciembre de 1994 y diciembre de 1996, un endeudamiento significativo de los bancos comerciales ante el banco central.

Propusimos, entonces, como hipótesis central que el financiamiento bancario de las empresas industriales en México se inscribe en el marco

de un sistema financiero que funciona según una lógica cercana al de una economía de endeudamiento.

El estudio de la utilización del crédito bancario por las empresas industriales en México mostró que diferentes factores alentaron su endeudamiento en el periodo estudiado. Eso ocurre con los factores ligados al ambiente económico, como la inflación y el sistema fiscal, pero también con los ligados al funcionamiento del sistema financiero, como el efecto de apalancamiento y la debilidad de la tasa de autofinanciamiento de las empresas, cuyo nivel es representativo de una economía de endeudamiento. Otros factores microeconómicos contribuyeron también al endeudamiento de las empresas, como los costos de agencia y la asimetría de la información. Estos dos factores de endeudamiento aportan, además, una explicación a los diferentes comportamientos financieros que constatamos entre las empresas según su tamaño.

Respecto a este punto, mostramos que en México hay una relación directa entre la utilización del crédito bancario y el tamaño de la empresa, lo que evidencia la restricción del acceso al crédito a las PME. Las teorías de la agencia y de la información permiten, desde este punto de vista, interpretar las características financieras de las empresas según su tamaño como consecuencia de los límites informacionales. La intensidad de esos límites parece ligada al nivel de desarrollo del sistema financiero, determinante este último de esas características. También debe señalarse que la relación directa entre tamaño y acceso al crédito bancario en México favorece la concentración industrial tan ventajosa para las empresas transnacionales.

El análisis de la estructura financiera de las empresas industriales según el tipo de industria permitió subrayar la relación directa entre el peso de los activos fijos tangibles en el balance y la utilización del crédito bancario por las empresas.

Nuestro estudio de la estructura financiera de las empresas industriales permite sobre todo evidenciar la preponderancia del crédito bancario entre sus fuentes de financiamiento externo, lo que comprueba el primer nivel de endeudamiento constitutivo de una economía de endeudamiento en México.

Sin embargo, aunque el estudio de la utilización del crédito bancario

por las empresas mexicanas permite constatar en México las bases reales de una economía de endeudamiento, es decir, la debilidad de la tasa de autofinanciamiento y el endeudamiento de las empresas ante los bancos, el análisis del refinanciamiento de los bancos por el banco central muestra que en la mayor parte del periodo estudiado (1983-1994), el endeudamiento de los bancos ante el banco central no fue indicador de una economía de endeudamiento.

Constatamos que la evolución de los factores autónomos de la liquidez bancaria propició un refinanciamiento de los bancos ante el banco central reducido y que el endeudamiento externo a corto plazo de los bancos les permitió equilibrar sus balances, sustituyendo este último al refinanciamiento del banco central.

Señalamos también una modificación de la naturaleza de la oferta de crédito bancario desde una oferta en gran medida exógena a la economía, puesto que estaba consagrada mayoritariamente al financiamiento del déficit público (1983-1988), hacia una oferta de crédito determinada por las necesidades de financiamiento del sector productivo (1989-1994). En este último periodo la progresión del crédito constituyó una creación de medios de financiamiento sostenida *a posteriori* por la cesión de divisas al banco central y por el endeudamiento externo a corto plazo. La demanda de crédito determinó la oferta de crédito según la lógica del divisor de crédito, y el importante endeudamiento de los bancos ante el banco central, constatado en diciembre de 1994, muestra que la satisfacción de la necesidad de financiamiento de la economía exige la intervención del banco central, que cierra así el circuito de financiamiento de la economía.

El funcionamiento de la economía entre 1989 y 1994 se aproximó entonces al de un sistema financiero de economía de endeudamiento. Sin embargo, esta afirmación debe ser matizada por las observaciones siguientes:

Primera: el elevado endeudamiento de los bancos ante el banco central en diciembre de 1994 se redujo progresivamente, lo que muestra que se trató de un fenómeno temporal ligado a la crisis monetaria de ese mes. Los créditos del banco central a los bancos creadores de dinero representaron, así, en diciembre 1994 y en diciembre 1996, respectivamente, 106 y 11.5% de la base monetaria.

Segunda: aun cuando la sustitución del endeudamiento externo a corto plazo de los bancos por el refinanciamiento del banco central permitiría suponer que el sistema financiero mexicano constituye un tipo particular de economía de endeudamiento, constatamos que la función de prestamista obligado de última instancia, realizada por el banco central en ese tipo de economía, no existe en el ámbito internacional.

Concluimos, entonces, respecto a nuestra hipótesis central, que el financiamiento de las empresas industriales en México se inscribe en el marco de un sistema financiero que constituyó una economía de crédito en el periodo 1993-1994 y cuyo funcionamiento se acercó al de una economía de endeudamiento entre 1989 y 1994.

El estudio de los instrumentos de la política monetaria permitió verificar que *el funcionamiento del sistema financiero mexicano difiere del de una economía de endeudamiento en lo que concierne a la regulación monetaria.*

Por otra parte, observamos que desde 1989 la actividad de financiamiento de los bancos se origina cada vez más en la necesidad de financiamiento que presenta el sector productivo. Esto es evidente por la progresión de los títulos del sector privado en el balance de los bancos, en detrimento de los títulos del sector público, pero sobre todo por la reorientación del crédito bancario desde el sector público hacia el sector privado que benefició, sin embargo, principalmente a los particulares y no a las empresas. Lo anterior se reflejó en la progresión de las participaciones, en el total del crédito distribuido, de los sectores de actividad ligados al consumo de los particulares: alojamiento, servicios y comercio, y *por la disminución de la participación del crédito dirigido al sector industrial.*

La oferta de crédito bancario al sector industrial progresó, sin embargo, en términos reales entre 1989 y 1994.

Constatamos también el lugar predominante que la distribución de crédito ocupa entre las actividades bancarias. Esto a pesar de la progresión de su actividad de gestión de activos financieros.

El estudio del financiamiento bancario de las empresas industriales en México muestra que la utilización del crédito bancario por esas empresas obedece fundamentalmente a la debilidad de su

tasa de autofinanciamiento y que la importancia de su endeudamiento está ligada directamente a su tamaño. Esto muestra la restricción en el acceso al crédito bancario de las PME, que se inscribe en un marco macroeconómico de limitación del volumen global de crédito, resultado de la debilidad del ahorro nacional y del reducido monto de refinanciamiento otorgado por el banco central y que obedece, a nivel microeconómico, a que los bancos toman en cuenta el riesgo de no reembolso y la asimetría de la información.

Finalmente, la progresión del financiamiento de las empresas mexicanas mediante la emisión de activos financieros y del monto de esos activos en el balance de los bancos, subraya la importancia de analizar las consecuencias de estas evoluciones sobre el comportamiento financiero de empresas y de bancos, así como las implicaciones del desarrollo de los mercados financieros sobre el funcionamiento del sistema financiero mexicano.

ANEXO. Empresas que componen la muestra utilizada en el análisis de la estructura financiera de las GE. Clasificación por rama y por sector de actividad. 72 empresas.

<i>Industrias intermediarias. 30 empresas</i>					
<i>Materiales de construcción</i>	<i>Minerales</i>	<i>Química</i>	<i>Siderurgia</i>	<i>Metalurgia</i>	<i>Caucho</i>
Apasco	Frisco	Celanes	Ich	Almexa	Euzkadi
Cemex	GMéxico	Cydsasa	Tamsa	Alum	
Ceramic	Penoles	Linde		Nacobre	
Cmoctez		Nalco		Tuacero	
Gcc		Nhumo			
Ica		Oxy			
Lamosa		Penwalt			
Maya		Qbindus			
Porce		Regioem			
TTolmex		Ucarbon			

<i>Industrias de equipamiento. 15 empresas</i>		
<i>Automóvil</i>	<i>Eléctrica-electrónica</i>	<i>Metal-mecánica</i>
Cisamex	Codumex	Acmex
Eaton	Ericson	Epn
JDeere	Iem	
Moresa	Indetel	
Perkins	Latinca	
Spicer		
Sudisa		
Tremec		

EL FINANCIAMIENTO BANCARIO

<i>Industrias de consumo. 27 empresas</i>			
<i>Alimentos</i>	<i>Bienes de onsumo</i>	<i>Papel</i>	<i>Textil</i>
Acco	Berol	Aatensa	Cierres
Argos	Diana	Crisoba	Geasa
Bimbo	Ecko	Empaq	Martin
Campus	Synkro	Kimber	Parras
Contal		Ponder	Texel
Femsa			
Geupec			
Ggemex			
Grupher			
Maseca			
Moderna			
Tablex			
Univasa			

Bibliografía

- Accival, *Compendio 1982-1988*, México, 1989.
- Accival, *Compendio 1986-1990*, México, 1992.
- Aglietta M., "Macroéconomie financière", París, La Découverte, 1995.
- Akle J. y Haneine R., "La formación de capital en México", *Ejecutivos de Finanzas*, enero de 1993, pp. 6-21.
- Arena R. et al., *Traité d'économie industrielle*, 2ª ed., París, Economica, 1991.
- AMB, *La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas*, México, AMB, 1990.
- "Evolución del sistema bancario", *El mercado de valores*, núm. 22, noviembre de 1991, pp. 16-23.
- Aspe, P., "La reforma financiera de México", *Comercio Exterior*, diciembre de 1994.
- Baltensperger, E., "Credit", *The New Palgrave Dictionary*, pp. 715-717.
- , "Credit rationing, Issues and Questions", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 10, núm. 2, mayo de 1978.
- Banamex/ Accival, *Análisis financiero y bursatil*, varios años.
- Banco de México, *Indicadores económicos*, México, diciembre de 1994 y agosto de 1996.
- *Informe anual*, varios años, México.
- "La política monetaria para 1995", *Comercio Exterior*, febrero de 1995, pp. 164-169.
- Beziade, M., *La monnaie*, 2a. ed., París, Masson, 1986.
- BMV, "El mercado de valores en el periodo 1983-1988 y sus perspectivas", *El mercado de valores*, núm. 23, diciembre de 1988.

BIBLIOGRAFÍA

- BMV/IMMEC, *Estudios sectoriales*, 1992. *Grupos industriales*, México, 146 p.
- Boissieu, Ch. de, "Les intermédiaires financiers aujourd'hui", *Les cahiers français*, núm. 238, pp. 53-55.
- "La banalisation de l'intermédiation financière", *Problèmes économiques*, núm. 2059, enero de 1988, pp. 12-18.
- "Taux du marché monétaire, taux de base bancaire et conditions débitrices effectives des banques", *Revue Banque*, núm. 380, enero de 1979.
- "Economie d'endettement, économie de marchés financiers et taux d'intérêt", en *Keynes aujourd'hui*, París, Economica, 1985, pp. 337-357.
- Bofinger, P., "Les causes du haut niveau d'endettement des entreprises allemandes", *Revue d'économie financière*, 1992.
- Bourdieu, J. y Colin-Sedillot B., "Structure du capital et coûts d'information: le cas des entreprises françaises à la fin des années quatre-vingt", *Economie et Statistique*, núm. 268-269, 1993.
- Brocard, R., "La place et le rôle du crédit bancaire dans le financement des entreprises industrielles françaises", *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, núm. 12.
- Calderón, J., *Un análisis del mercado de crédito en México*, Banco de México (Documento de investigación, 41), 1980.
- Chaineau, A., *Mécanismes et politique monétaires*, París, PUF, 1990.
- Coase, R. H., "La nature de la firme", *Revue française d'économie*, invierno, 1987, pp. 133-163.
- Conso, P., *La gestion financière de l'entreprise*, París, Dunod, 1982.
- Córdoba, J., "Los retos del mercado de valores en la década de los noventa", *Ejecutivos de Finanzas*, junio de 1992, pp. 60-70.
- Chan-Lee, J. H., "Profit pur et q de Tobin dans neuf pays de l'OCDE", Documents de travail du département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE, núm. 34, 1986.
- Chevallier-Farat, Th., "Pourquoi les banques?", *Revue d'économie politique*, 102 (5), sept.-oct., 1992.
- Dardel, P. y D.Laskar, "Alteration par l'inflation du schéma croissance-financement des entreprises", *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, núm. 4, 1977.

BIBLIOGRAFÍA

- Dardel, P. y J. P. Debetz, "L'incidence de l'inflation sur les comptes des entreprises deformations et transferts", *Cahiers économiques et monétaires*, núm. 4, 1977, p. 35.
- Debetz, P., "L'analyse du besoin de financement supplémentaire imputable à la hausse des prix", *Cahiers Economiques et Monétaires de la Banque de France*, núm. 4, 1977.
- De la Geniere, R., "Monnaie et contre-monnaie", *Revue Banque*, núm. 369, enero de 1978.
- De Lattre, M., "Forces et faiblesses, des secteurs industriels", Les collections de l'Insee. Serie E, núm. 100, 1986.
- Delbreil, M. y J. Laudy, Structures de financemet des PME. Importance et limites de l'effet-taille, *Cahiers économiques et monétaires de la B de F.*, núm. 28, 1988.
- Denizet, J., "Conclusion au Titre IV", en *Keynes aujourd'hui*, París, Economica, 1985.
- Denizet, J., *Monnaie et financement dans les années 80*, París, Dunod, 1982.
- Diamond, D. W. y P. H. Dybvig, "Banks runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of political economy*, 1983, 91 (3), pp. 401-419.
- Diatkine, S., "Fonctions et formes de la monnaie", *Cahiers Français*, núm. 267, 1994.
- Dietsch M., "Le crédit interentreprises et les banques", *Revue Banque*, núm. 484, junio, 1988, pp. 635-639.
- "Quelques aspects du crédit interentreprises dans l'industrie", *Revue d'économie industrielle*, núm. 35, 1er. trimestre de 1986, pp. 181-193.
- El Bakkali, A., "Le comportement d'endettement des entreprises et le coût de l'endettement", tesis de doctorado, Universidad París X, Nanterre, 1981.
- Fayolle J., M. Fleurbay y M.-A. Kleinpeter, "Le financement de l'investissement: marché ou endettement", en INSEE, *Rapport sur les Comptes de la Nation*, 1989.
- Fisher, I., "The debt-deflation theory of great depressions", *Econometrica*, vol. 1, octubre de 1933.
- FMI, *Statistiques Financières Internationales*, 1994, 1995 y 1996.

- Fogain-Nafinsa, *La industria pequeña y mediana en México*, México, 1983.
- Furubotn, E.G. y S. Pejovich, "Property rights and economic theory. A survey of recent literature", *Journal of Economic Literature*, núm. 12, mayo de 1972.
- Gabrielli, D., "Financement des entreprises et encadrement crédit", *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, núm. 18, 1983.
- Ginglinger, E., *Le financement des entreprises par les marchés capitaux*, París, PUF, 1991.
- *Gestion financière de l'entreprise*, París, Mémentos Dall 1991.
- González, J., "Estudio comparativo del costo de capital", *Ejecutivo de finanzas*, diciembre de 1990, pp. 42-65.
- Grou, P., "Profils financiers des groupes industriels multinationaux: réexamen d'un concept", *Revue d'Economie Industrielle*, núm. 1989, pp. 66-79.
- *L'émergence des géants du Tiers Monde*, Publisud, 1988.
- Guillén, A., "El sistema financiero y la recuperación de la economía mexicana", *Comercio Exterior*, México, diciembre de 1994.
- Gurley, J.G. y E.S. Shaw, "Financial aspects of economic development", *The American Economic Review*, septiembre de 1956, pp. 515-538.
- "Financial intermediaries and the saving-investment process", *The Journal of Finance*, mayo de 1956, pp. 257-276.
- *Money in a theory of finance*, Brookings Institution, 1960.
- Gutiérrez, R., "El endeudamiento externo del sector privado en México, 1971-1991", *Comercio Exterior*, núm. 9, septiembre de 1991, pp. 852-864.
- Harris M. y A. Raviv, "The theory of capital structure", *The Journal of Finance*, vol. 44, núm. 1, marzo de 1991, pp. 297-355.
- Herrera, Arturo, "Oportunidades de mejorar el acervo y costo de financiamiento", *Ejecutivos de Finanzas*, enero de 1993, pp. 67-70.
- Heyman, T., "Instrumentos, mercados y figuras financieras", *Ejecutivos de Finanzas*, diciembre de 1990, pp. 66-91.
- *Inversión contra inflación*, Milenio, 2a. ed., 1987.

- is, J., *The crisis in the Keynesienne economics*, Basil Blackwell, 1973.
- gman, D., "Credit risk and credit rationing", *Quarterly Journal Economics*, núm. 74, mayo de 1960, pp. 258-278.
- y, *Principios de contabilidad generalmente aceptados*, México, 1986.
- á, *Anuario estadístico de los EUM 1992, 1994*, México, 1995.
- E., "Fresque historique du système productif", *Série Entreprises*, pl. 27, 1974.
- uillat, B. y B. Solnik, *Les marchés financiers et la gestion de portefeuille*, París, Dunod, 1986.
- y, D. M., "Credit rationning", *The New Palgrave Dictionary*,
- y, D. M. y F. Modigliani, "A theory and test of credit rationing", *The American Economic Review*, vol. 69, núm. 6, 1969, pp. 850-72.
- sen, M.C. y W. H. Meckling, "Theorie of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, núm. 3, 1976.
- ecki, M., "The principle of increasing risk", *Economica*, noviembre de 1937, p. 443.
- aug, G., "Les théories de la firme", *Economica*, París, 1993.
- nzevik, D., *Credit in Mexico*, tesis de doctorado, Universidad de San Diego, 1982.
- emper, F., "Analyse des effets de l'inflation sur les revenus des entreprises", *Analyse financière*, 2o. trimestre, 1975.
- and, H. E. y D. H. Pyle, "Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *The Journal of Finance*, vol. 32, núm. 2, mayo de 1977, pp. 371-387.
- ratto, N., "Les contraintes financières dans les stratégies des firmes", en R. Arena et al., *Traité d'économie industrielle*, Economica, 1991.
- vy-Garboua, V. y B. Weymuller, *Macroéconomie contemporaine*, 2a. ed., París, Economica, 1981.
- vy-Garboua, V. y G. Maarek, *La dette, le boom, la crise*, París, Economica, 1985.
- avis, K., "Modern banking in theory and practice", *Revue Economique*, vol. 43, núm. 1, marzo de 1992.

- Longhi, Ch. y G. Mondello, "Marchés financiers et entreprises industrielles", en *Traité d'économie industrielle*, pp. 733-746.
- Lubochinsky, C., "Les taux d'intérêt", 2a. ed., París, Dalloz, 1990.
- Llau, P., *Economie financière*, París, PUF, 1985.
- Malecot, J. F. y J. Hamon, "Contraintes financières et demande d'investissement des entreprises", *Revue Economique*, núm. 5, 1986.
- Mancera, M., "Reformas de los sistemas financieros: desregulación y supervisión en la experiencia mexicana", *Boletín CEMLA*, nov.-dic. de 1990, pp. 310-314.
- Mantey, G., "Determinantes del margen financiero de la banca comercial", *Comercio Exterior*, diciembre de 1994.
- Marchal, J. y F. Poulon, *Monnaie et crédit*, 7a. ed., París, Cujas, t. 2, 1987.
- Maarek, G., "Rentabilité et endettement des entreprises françaises", *Revue de l'ipecode*, núm. 6, noviembre de 1984.
- Maricic, A., "La dynamique du secteur bancaire", en *Traité d'économie industrielle*, 2a. ed., París, Economica, 1991, pp. 723-732.
- Marquez, Javier, *La banca mexicana*, CEMLA, México, 1987.
- Miller, M. H., "Debt and taxes", *The Journal of Finance*, vol. 32, núm. 2, mayo de 1977, pp. 261-277.
- Minsky, H., *Stabilizing an unstable economy*, Yale University Press, 1986.
- Modigliani, F. y M. Miller, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, vol. 48, núm. 3, junio de 1958, pp. 261-297.
- "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *The American Economic Review*, junio de 1963, pp. 433-443.
- Moschetto, B. y J. Rousillon, *La banque et ses fonctions*, París, PUF, 1988.
- Myers, S. C., "The capital structure puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 39, núm. 3, julio de 1988, p. 575.
- Myers, S. C. y N. J. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, núm. 13, 1984, pp. 187-221.
- Nafin, *México en cifras*, varios años.
- Nafin, *Cambios en la estructura industrial y el papel de las micro, pequeñas y medianas empresas en México*, México, junio de 1992.

- Nafin, "Resultados y perspectivas del PSE en el ámbito financiero industrial", *El mercado de valores*, abril de 1988.
- Natella, Stefano, "La cartera vencida de la banca mexicana", *Ejecutivos de finanzas*, septiembre de 1993, pp. 14-22.
- OCDE, *Etudes économiques de l'OCDE, Mexique*, París, 1992.
- OCDE, *Etudes économiques de l'OCDE, Mexique*, París, 1995.
- OCDE, "Tendances des Marchés des Capitaux", *Etudes spéciales*, núm. 62, diciembre de 1995.
- Ortiz, G., "La dolarización en México, causas y consecuencias", *El trimestre económico*, 1981.
- Osuna, G., "El comportamiento microeconómico y financiero de la banca en México", *El trimestre económico*, núm. 227, julio-septiembre de 1990.
- Paquet, P. H., *L'entreprise face aux transferts inflationnistes*, París, PUF, 1986.
- Perez, R., "Une étude théorique de l'endettement dans le calcul économique de l'entreprise", *Revue Economique*, 1971, pp. 591-599.
- Picory, Ch., "Système bancaire et dynamique industrielle", en *Traité d'économie industrielle*, 2a. ed., París, Economica, 1991, pp. 714-722.
- Pierrat, Ch., *La politique financière de l'entreprise*, París, La découverte, 1996.
- Renversez, F., "Innovations financières, desintermediation et économie d'endettement", *Economie et société*, núm. 4, 1988, pp. 49-79.
- *Marchés des capitaux et système financier en France aujourd'hui*, Larea, París X Nanterre, 1990.
- *Eléments d'analyse monétaire*, 1a., 2a. y 3a. eds., París, Mementos Dalloz.
- "Financement de l'industrie et systèmes financiers comparés", *Traité d'économie industrielle*, Economica, 2a. ed., París, 1991, pp. 776-791.
- "Facteurs constitutifs d'une économie d'endettement", en *Les systèmes financiers*, *Cahiers Français*, núm. 224.
- Ross, S. A., "The determination of financial structure", *The Bell Journal of Economics*, 1977, pp. 23-39.
- Santomero, A. M., "Modeling the banking firm", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 16, núm. 4, noviembre de 1984, pp. 576-602.

- Sánchez, F., "Acciones en favor de las micro, pequeñas y medianas industrias en México", *Comercio Exterior*, junio de 1993.
- SPP, *Información financiera de empresas mexicanas, 1980-1985*, México, 1987.
- Stiglitz, J. E. y A. Weiss, "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, vol. 71, núm. 3, junio de 1981, pp. 393-410.
- Stulz, R. M., "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, núm. 26, 1990, pp. 3-27.
- Suárez, F., "Formación de ahorro y capital y sus implicaciones para la empresa mexicana", *Ejecutivos de Finanzas*, marzo de 1993, pp. 47-56.
- "El Sistema Financiero Mexicano", *Ejecutivos de Finanzas*, marzo de 1993.
- "Liberación, regulación y supervisión del sistema bancario mexicano", *Comercio Exterior*, diciembre de 1994.
- The Economist*, "A survey of latin american finance", 9 de diciembre, 1995.
- Titman, Sh. y R. Wessels, "The determinants of capital structure", *The Journal of Finance*, vol. 43, núm. 1, marzo de 1988.
- Tobin, J., "A general equilibrium approach to monetary theory", *Journal of money, Credit and Banking*, núm. 1, 1969, p. 21.
- Toullec, C., "Economie de marché, économie d'endettement et politique monétaire", *Revue Banque*, núm. 382, 1979.
- Venet, B., "Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature", *Revue d'économie financière*, núm. 29, 1994, pp. 87-111.
- Vidal, G., "Reforma económica, mecanismos de financiamiento y procesos de inversión", *Comercio Exterior*, diciembre de 1994, p. 1091.
- Williamson, O. E., "The economic institutions of capitalism", *The Free Press*, 1985.
- "Markets and hierarchies. Analysis and antitrust implications", *The Free Press*, 1975.
- Zysman, J., "Governments markets and growth", en *Financial systems and politics of industrial change*, Nueva York, Cornell University Press, 1983.

La edición e impresión de
*El financiamiento bancario de las empresas
industriales en México*
estuvo al cuidado de SM, Servicios Gráficos,
tel. 5341 7480, sm.serviciosgraficos@gmail.com
Se terminó de imprimir en julio de 2006

UAM
HG4092
V4.55

2894974
Velázquez Badillo, Fernan
El financiamiento bancari



El financiamiento bancario de las empresas industriales es un fenómeno complejo cuya evolución depende tanto del comportamiento financiero de los bancos como del de las empresas. Esos comportamientos obedecen a estrategias de adaptación y desarrollo definidas en función del marco macroeconómico.

Este último se modificó de manera importante en México durante el periodo 1983-1994, como consecuencia de decisiones de política económica tomadas desde el año 1983 que buscaban establecer un nuevo modelo de desarrollo basado en una redefinición del papel del Estado y en la transformación de la economía: de una economía extremadamente protegida y reglamentada en una economía abierta basada en el libre funcionamiento de los mercados.

En este marco estudiaremos la evolución del financiamiento bancario de las empresas industriales. El periodo de análisis, 1983-1994, es idóneo puesto que en él se observó un crecimiento explosivo del crédito bancario a partir de 1989 y hasta 1994, al tiempo que la actividad económica aumentaba.

