



XIV JORNADAS DE ECONOMÍA CRÍTICA

Perspectivas económicas alternativas

Valladolid, 4 y 5 de septiembre de 2014

Financiarización, acumulación y concentración de capital en grandes empresas mexicanas.

Luis Kato Maldonado y M^a
Guadalupe Huerta Moreno

Universidad Autónoma de Madrid

FINANCIARIZACIÓN, ACUMULACIÓN Y CONCENTRACIÓN DE CAPITAL EN GRANDES EMPRESAS MEXICANAS. ¹

Luis Kato Maldonado. (Departamento de economías UAM-A)

Ma Guadalupe Huerta Moreno. (Departamento de administración UAM-A)

Resumen

En el artículo se analizará la dinámica de la inversión d productiva en la manufactura nacional por tamaño de empresas a partir de los años ochenta y hasta el 2008 tomando en cuenta la información censal. En la segunda se analiza la capacidad de la industria manufacturera mexicana para generar ganancias y por ende liquidez para incorporarse a los procesos de valorización en los mercados financieros y en la tercera se expone la evolución del financiamiento y la adquisición de activos en tres grandes corporativos empresariales mexicanos (Bimbo, América Móvil y Comercial Mexicana). El trabajo demostrará como la financiarización en las que están insertas las grandes empresas manufactureras nacionales ha generado un modelo de acumulación implosivo que limita las capacidades de crecimiento para el conjunto de las actividades industriales del país y cuyo efectos directos son: incapacidad para generar empleos formales, bajo crecimiento de la productividad y un proceso acelerado de desindustrialiación acompañado éste, por procesos de concentración y centralización de capital en la manufactura nacional.

¹ Luis Kato Maldonado. (Departamento de Economía UAM-A) jarumi@prodigy.net.mx y Ma. Guadalupe Huerta Moreno. (Departamento de administración UAM-A) mghmoreno@yahoo.com.mx

Financiamiento, acumulación y concentración de capital en grandes presas mexicanas.²

Introducción.

Las secuelas de la crisis financiera 2007-2009 se evidenciaron en las hojas de balance de los grandes corporativos nacionales y reflejaron los cambios en su gestión del financiamiento y la inversión. Cambios que son consistentes con un capitalismo cuyo eje articulador es la financiarización y que como explican, entre otros, Lapavitsas (2009, 2010), Toporovski (2000, 2004), Toporovski y Michell (2012) Parguez, Rochon y Secareccia (2012), Sawyer (2013) Shaik (2011) se expresa en el crecimiento desmesurado de las finanzas, de las obligaciones y los activos financieros, y los movimientos en los flujos financieros entre gobiernos, empresas, familias e intermediarios financieros bancarios y no bancarios. Donde el rasgo más sobresaliente es el desacoplamiento de las finanzas y la producción.

La dominación del capital financiero se relaciona con la gran masa de recursos que circula en los mercados financieros buscando afanosamente obtener rentas, y cuyo punto de arranque está en el abandono del régimen de paridades fijas también llamado patrón oro-dólar. Al desestructurarse dicho régimen, la creación de los productos financieros y la emisión de moneda-divisa produjeron un crecimiento extraordinario de los medios de pago que hizo que la circulación financiera alcanzara un valor desproporcionado con respecto a la circulación de bienes y servicios³ (Giraldo 2005).

En el capitalismo dominado por las finanzas los accionistas se convierten de hecho en acreedores que asumen el carácter de propietarios de acciones y títulos o directamente de prestamistas que exigen a los administradores de las empresas generar el máximo beneficio inmediato posible. Objetivo alcanzado con la diversificación de inversiones físicas y financieras.⁴ La forma en que las empresas se articulan a la nueva acumulación capitalista es diferente, pues mientras para la gran empresa acoplarse a las dinámicas actuales de valorización del capital apreció, por intermedio de la sobrecapitalización y el endeudamiento, como una salida natural a la búsqueda de mayores ganancias, para los establecimientos industriales más pequeños los efectos de aquellas se expresan cuando las

² Luis Kato Maldonado. (Departamento de Economía UAM-A) jarumi@prodigy.net.mx y Ma. Guadalupe Huerta Moreno. (Departamento de administración UAM-A) mghmoreno@yahoo.com.mx

³ Este crecimiento se puede detectar a través de dos mercados: el mercado internacional de divisas, en el que las divisas se intercambian entre ellas y el mercado internacional de capitales, en el que las diferentes monedas son objeto de operaciones de crédito. Este mercado se organiza en tres compartimentos: los préstamos bancarios internacionales, las obligaciones internacionales (títulos) y los instrumentos monetarios.

⁴ Pero también con estrategias corporativas orientadas a la reducción de los costos laborales que desde principios de los años ochenta han generado cambios estructurales en el empleo –sintetizados en la "racionalización" (relocalización de la producción y en algunos casos el cierre de fábricas), "mercantilización" (la desaparición de una carrera con una empresa), y la "globalización de la producción" (traslado del empleo a países con salarios más bajos)– que han resultado en pérdidas permanentes de los puestos de trabajo y en ciclos de sucesiones de crisis económicas y de recuperación sin empleo (Lazonick, 2010, 2011)

afectaciones al funcionamiento de la gran empresa se transmiten a la actividad económica en general y al funcionamiento de los mercados internos.

En el marco de esa reflexión se preparó el presente trabajo. En la primera parte se revisan algunas de las contribuciones heterodoxas al análisis de la inversión y su financiamiento. En la segunda se analiza la capacidad de la industria manufacturera mexicana para generar ganancias y por ende liquidez para incorporarse a los procesos de valorización en los mercados financieros, y en la tercera se expone la evolución del financiamiento y la adquisición de activos en tres grandes corporativos empresariales mexicanos (Bimbo, América Móvil y Comercial Mexicana). Al final se presentan breves conclusiones.

1.- Financiamiento, inversión y ganancias.

En los enfoques heterodoxos los análisis respecto de los problemas del financiamiento se ubican en términos de la acumulación de capital y la rentabilidad de los capitales privados e independientes. No se parte de supuestos mercados perfectos con actores económicos racionales e información simétrica sino del hecho de que en una economía basada en la propiedad privada y en el trabajo asalariado, el cambio se relaciona con la producción de mercancías, "cosas", que expresan el tiempo de trabajo socialmente necesario y que se destinan al consumo social. Donde la disociación entre ventas y pagos que se produce en la circulación de mercancías da lugar al surgimiento, primero, de las letras de pago y, después, al dinero-crediticio (Hilferding, 1971). Entonces, el dinero-crediticio emerge como resultado de un acto de cambio privado entre particulares, de un acuerdo entre vendedor y comprador para aplazar el pago de tal manera que la venta de la mercancía se realiza en un momento diferente al de la entrega del equivalente social válido: el dinero.⁵ Pero además los actos de inversión no se asocian con la generación de ahorro sino con la búsqueda de ganancias.

Para Shaikh (2011) la ganancia del empresario -la tasa de retorno sobre la inversión industrial después de la deducción de todas las demás reivindicaciones salariales sobre la plusvalía - es la magnitud más relevante en la explicación de las decisiones de inversión de los capitalistas. En tiempos "normales", el dinero es una pequeña fracción del capital de la sociedad, y no surge ningún gran error empírico si tratamos el valor del capital de los activos fijos como simplemente igual a la mano de obra que los produjo. Entonces, como señala Marx:

Sobre la base de la producción capitalista, el dinero permite al capitalista extraer y apropiarse para sí de una cierta cantidad de trabajo no remunerado, el producto excedente y la plusvalía. De esta manera el dinero recibe, además del valor de uso que posee como dinero, un valor de uso adicional, a saber, la capacidad de funcionar como capital. En esta capacidad del capital potencial, como un medio para la producción de beneficios, se convierte en una mercancía, sino un bien de un tipo especial (1980: 433-456).

A la formación de capital ficticio se le denomina capitalización. Cualquier ingreso regular y periódico puede ser capitalizado sobre la base de la tasa

⁵ El dinero en la Escuela Postkeynesiana es dinero endógeno, dinero-crediticio que surge una vez que la banca satisface la demanda de préstamos. Lo que da a la banca una influencia decisiva en el nivel de actividad económica.

promedio de interés, como el producto que arrojaría un capital prestado a esta tasa de interés. De este modo se pierde, hasta sus últimos rastros, toda conexión con el proceso real de valorización del capital, consolidándose la idea del capital como un autómatas que se valoriza por sí solo (Marx, 1980: 601). El término «ficticio» se aplica, pues, a los diversos instrumentos que van desde los títulos de propiedad a las acciones, bonos e incluso los proyectos de ley de impuestos u otorgamiento de subsidios. El capital productivo al rotar tiende a convertir una mayor cantidad de capital en dinero. Capital de dinero es una forma de dinero. Se trata de un préstamo, el derecho a utilizar el dinero para obtener la plusvalía que, en términos contables de una empresa, se registra en la llamada proyección de flujo de efectivo (cash flow).

Ese balance de las empresas determina los cambios históricos en el efectivo y equivalentes de efectivo de una entidad, clasificando los flujos de fondos del periodo según procedan de actividades de operación, inversión y financiamiento. Se puede decir que los cobros de intereses y dividendos provienen de actividades de inversión, pues representan el rendimiento obtenido por dichas inversiones, los pagos de intereses y dividendos se relacionan con actividades de financiación, ya que son el costo de obtener recursos financieros. Las actividades de inversión constituyen la adquisición y venta de activos que generarán efectivo a largo plazo, así como de otras inversiones no incluidas en el efectivo y equivalentes al efectivo. Las actividades de financiación son las entradas y salidas de efectivo que producen cambios en el tamaño y composición de los capitales propios y de los préstamos tomados por parte de la empresa.⁶ En las actividades de financiación las principales partidas que se deben tomar en cuenta son: préstamos bancarios a largo plazo, hipotecas por pagar y capital.

Ahora bien, desde la perspectiva keynesiana, la inversión se observa como antecedente del ahorro ($I \rightarrow A$) que se planea y se realiza a partir de la evaluación de expectativas prometedoras, cuya valoración subjetiva influye en el comportamiento de los empresarios, ya que al existir un alto "estado de confianza" sobre el comportamiento futuro de la economía son estimulados a aumentar sus inversiones.⁷ En la medida en que se requiere de dinero adicional a los recursos propios de las empresas para llevar a cabo los planes de inversión surge un nuevo motivo para demandar dinero: el financiamiento. Este motivo para demandar dinero es fundamental en una economía monetaria pues aunque el financiamiento de la inversión podría hacerse con el ingreso generado por la venta de los bienes o servicios de la empresa, cabe esperar que se satisfaga con dinero nuevo, creado a través de la oferta de créditos bancarios o porque los saldos inactivos son transferidos a la circulación (Carvalho, 1997). Es decir, los gastos de inversión de las empresas se pueden enfrentar mediante la creación de dinero, y como señala Keynes:

⁶ La relación entre ingresos y egresos de las actividades de financiamiento son: Ingresos de efectivo: 1. Cobros procedentes de la emisión de acciones comunes y preferentes u otros instrumentos de capital; 2. Cobros procedentes de la emisión de bonos, préstamos, cédulas hipotecarias y otros fondos tomados en préstamo, ya sea a largo o a corto plazo. Egresos de efectivo: 1. Pagos de dividendos a los propietarios, incluyendo los pagos para recomprar las acciones emitidas por la entidad; 2. Pagos de los fondos tomados en préstamo; 3. Pagos realizados por el arrendatario para reducir la deuda pendiente procedente de un arrendamiento financiero.

⁷ En marco teórico keynesiano esta es una condición *sine qua non* para que la inversión se lleve a cabo, factor que se complementa con la evaluación del empresario respecto del comportamiento de la eficacia marginal del capital y la tasa de interés.

“...efectivamente, el dinero es creado por los bancos, no por los ahorradores (Keynes, 1937; 247). Y lo que hace fundamental a las instituciones bancarias para la economía es que pueden - asumiéndose más o menos líquidos- crear el dinero demandado para el financiamiento de la inversión y, a partir de ello, ubicarse por encima del resto de los agentes económicos en la medida en que:

El control del financiamiento es principalmente, un potente, aunque a veces peligroso, método para regular la tasa de inversión (mucho más potente cuando se usa como freno que como estímulo). Con todo, esta es solo otra forma de manifestar el poder de los bancos a través de su control sobre la oferta de dinero -por ejemplo, de liquidez (Keynes, 1937; 210-11).

Por su parte, el mercado de capitales aparece, dependiendo de la fase del ciclo económico, como opción para acceder a la liquidez que sustente los negocios en marcha y su expansión.⁸ Entonces, en una economía capitalista la inversión puede llevarse a cabo utilizando los recursos propios de la empresa, utilizando sus reservas líquidas; a través de créditos bancarios pero también emitiendo acciones. En el primer caso, la inversión representará gastos adicionales que tendrán una contrapartida en las ganancias ahorradas de otros capitalistas, y si el financiamiento se da por medio de la obtención de créditos bancarios, también se habrá generado un mayor volumen de gasto y de ganancias ahorradas que tomarán la forma de depósitos bancarios. Al mismo tiempo, con el incremento en las ganancias el valor de la empresa crece y se podrán emitir bonos o acciones para amortizar los créditos bancarios obtenidos previamente (Kalecki, 1982).

Ahora bien, las posibilidades de una empresa para seguir operando en una determinada industria y acceder a los recursos de terceros dependen de su tamaño y su capital. Por ello como expresó Kalecki: “Una firma cuyo capital de empresa sea grande podría obtener fondos para realizar una inversión de gran cuantía, cosa que no podría hacer una cuyo capital de empresa fuera pequeño” (Kalecki, 1982; 124). Es decir, el financiamiento externo, que puede obtenerse vía la emisión de acciones, está restringido por la cuantía de su capital y cuando la empresa desea obtener recursos más allá de su capital propio, las nuevas inversiones sólo podrán realizarse aceptando pagar al prestamista altas tasas de interés, comprometiendo con ello sus ganancias, en caso de que las haya, y la viabilidad de la propia empresa, lo que la coloca en una situación de riesgo creciente (Kalecki, 1937). Es importante señalar que estas ideas se produjeron en un período del desarrollo capitalista caracterizado por el surgimiento de alianzas de negocios entre intermediarios financieros y empresas, cuando los sistemas financieros -con un centro articulador en el sector bancario o en el mercado de capitales, o bien en una combinación de ambos- tenían la función de sustentar con crédito y financiamiento la inversión, la producción y la circulación porque eran estas las esferas propias de la realización de las ganancias empresariales.

En la etapa más reciente de la globalización que comenzó en los setentas del siglo pasado con la desestructuración del sistema financiero

⁸ Como señala Toporovski (2000), ello depende de los pronósticos que se hacen los inversionistas respecto de las ganancias que pueden obtener por la realización de los valores de las empresas en los propios mercados de capital. Por ello si el mercado está a la alza la liquidez estará disponible, pero si el mercado está a la baja y las perspectivas son pesimistas, la liquidez se esfumará, y los empresarios no podrán acceder a recursos frescos.

internacional emanado de los Acuerdos de Bretton Woods, el avance de las tecnologías de información y la explosión en el uso de innovaciones financieras, frente a los cambios estructurales en las economías capitalistas, las transformaciones en los sistemas financieros (banca y mercados de capitales) dieron origen a nuevos aportes que buscan explicar por qué las finanzas adquirieron un lugar preponderante en la acumulación a través de la expansión de la deuda y la especulación. De ahí que se desarrollara una importante reflexión teórica respecto de cómo la inestabilidad financiera podía afectar la operación de las empresas a partir de las condiciones en que obtienen préstamos, venden activos o emiten acciones en los mercados financieros (Minsky, 1986, 1987).

Desde la perspectiva teórica del capital financiero monopolista, lo anterior se complementó con análisis acerca de la relación entre el estancamiento económico observado desde mediados de los sesentas y el incremento de las ganancias empresariales en la esfera financiera, incremento que además se produjo en paralelo al surgimiento de la élite financiera más poderosa de que se tenga cuenta (Magdoff y Sweezy, 1987; Bellamy y Magdoff, 2009; Bellamy y Holleman, 2010).

Es precisamente en la mutación de la acumulación capitalista que el crédito como adelanto de capital para apoyar la producción empieza a desdibujarse y se convierte, por intermedio de los mercados de capitales y las innovaciones financieras, en un apalancamiento dirigido, en la fase de auge económico, a la adquisición de acciones y valores de otras empresas⁹ que pueden usarse ya sea como activos líquidos listos para negociarse y respaldar obligaciones de largo plazo vinculadas a inversiones en activos fijos o bien para obtener ganancias adicionales por su venta en los mercados de capitales. . Esta estrategia lleva a la sobrecapitalización que se traduce en la inflación de activos y en un endeudamiento expresado en los rubros de activos y obligaciones de las hojas de balance de intermediarios y de empresas (Toporovski, 2000, 2004, 2012).¹⁰ Pero este endeudamiento, que pesaría menos en las ganancias empresariales por el lado de producción porque los ingresos derivados de la misma podrían utilizarse para amortizar sus obligaciones financieras, puede resultar sensiblemente desestabilizador si las tesorerías de los negocios comprometen recursos en inversiones y en la adquisición de instrumentos financieros cuyos rendimientos dependen, para su realización, de las ganancias de capital esperadas en los mercados financieros.

Sin embargo, mientras en las burbujas la diferencia entre el rendimiento de esos activos y las tasas de interés de los préstamos permite liquidar la deuda adquirida previamente, en la recesión las burbujas son insostenibles porque ni los mercados bancarios ni los de capitales estarán dispuestos a proveer de la liquidez adicional que demandan las empresas, por lo que entre mayor sea el endeudamiento mayor será el peligro de insolvencia en que incurrirá el negocio ante una caída de los rendimientos en los mercados de capital (Sawyer, 2013). Como más adelante se verá el endeudamiento de grandes corporativo nacionales es un reflejo de su articulación a las nuevas formas de inversión apalancada del capitalismo financiarizado.

⁹ Se trata de un sobreinversión basada principalmente en crédito.

¹⁰ Pero también en los registros financieros de gobiernos y familias,

2.- La tasa de ganancia de la manufacturera mexicana. ¹¹

Existen tres formas básicas de definir la *Tasa de Rentabilidad Industrial* a saber: desde la perspectiva del proceso de producción, la tasa de ganancia se define como el cociente entre la ganancia anual (ventas –costos) en unidades monetarias corrientes al comienzo del año entre el monto de capital total invertido (costo de venta +acervos netos) también en unidades monetarias corrientes.¹² Desde el punto de vista de la contabilidad de una empresa se considera como la relación entre beneficios económicos¹³ y activos totales. Finalmente, desde el punto de vista de del costo de oportunidad del capital se define como la relación entre la ganancia menos el interés equivalente del capital social de la empresa entre el capital social de la empresa.

De estas tres definiciones la que refleja de manera más exacta los niveles de rentabilidad asociados a las actividades productivas de las empresas es la primera. Tomando en cuenta esto, analizar la tasa de ganancia nos permite comprender cuáles son los costos reales de producción a fin de evaluar, entre otras cosas: si las tasas de reinversión son las adecuadas para mantener y expandir los mercados a satisfacer; si las tasas de impuestos son las apropiadas para mantener y alentar el crecimiento de las empresas; si la

¹¹ La única fuente que da razón del comportamiento económico de los establecimientos son los censos industriales. Las fuentes que generan datos anuales sobre el comportamiento de la industria manufacturera son la encuesta industrial anual (EIA)¹¹ y la Encuesta industrial mensual (EIM). Ambas tienen como marco de referencia analítico las clases económicas, y su nivel de agregación está ubicado a nivel de sector, subsector, rama y clase de actividad económica. Se puede afirmar que de las estadísticas nacionales, sólo los censos industriales tienen la particularidad de contener las categorías necesaria para el análisis del ciclo de rotación de capital a nivel de establecimientos, a saber: registran los montos desembolsados anualmente en capital constante circulante (materias primas y auxiliares), siendo su única limitante que no consideran qué tanto de estos insumos fueron comprados en periodos anteriores al año en que se registraron – Y da información necesaria para calcular el número de horas hombre trabajadas-. Asimismo, presentan datos sobre los acervos de capital por tipo de bien permitiendo con ello calcular, a partir de sus propios datos y sin necesidad de información de otras fuentes estadísticas, el crecimiento de sus acervos y de su desgaste por el uso (depreciación) en términos monetarios, mediante el método de inventarios perpetuos. Este método se basa en la estimación de los flujos de inversión utilizando diversos patrones de depreciación, se usa en lugar de la medición directa de los acervos de capital dado que ésta raramente proporciona una base estadísticamente comprensible. El comportamiento estadístico de las series calculadas es que en ciertos momentos presentan saltos importantes derivados fundamentalmente de fenómenos monetarios, los cuales fueron suavizados aplicando tasas de paridad cambiaria peso-dólar. El expresar las variables a sus precios corrientes en dólares nos ha permitido normalizar las series. Esta unidad monetaria nominal reduce el efecto de la inflación y permite ver el comportamiento de los precios considerando un escenario de precios relativos contingentemente estables. Lo anterior permite subsanar la falta de series de índices de precios adecuadas para estimar datos que reflejen el comportamiento físico (a precios constantes) para el conjunto de variables contenidas en la información censal. Asimismo se procedió a analizar si la serie estimada con información censal de Formación Bruta de Capital (FBK) por destino era consistente en cuanto a sus tendencias con las estimaciones de FBCF por destino estimadas por el Banxico para la industria manufacturera (Banxico (1997)). El resultado comprueba que presentan la misma tendencia aunque en términos de valor la serie estimada está por arriba de la serie de Banxico, lo cual es esperado pues esta serie sólo considera a las grandes empresas.

¹² Al nivel de información censal este indicador quedaría de la siguiente forma:

$$G = \frac{\text{Ganancia (VBP - Costo de ventas)}}{\text{Costo de Ventas(Ccc + Dep + Cv) + Acervos Netos}}$$

¹³ Beneficios económicos se definen como las renta obtenidas incluidas las derivadas de instrumentos financieros, , las obtenidas por servicios y productos producidos y la proveniente del arrendamiento de determinado tipo de bienes.

productividad del trabajo vinculada a un nivel determinado de capacidad instalada ha llegado al máximo y de ser el caso, que tipo de inversiones en capital fijo se requeriría para expandir la productividad del trabajo y la capacidad de las empresas en su conjunto; y a nivel de tamaño de empresas destinar, a partir de su rotación de capital, su capital productivo a actividades de especulación.

La estructura industrial que el país actualmente tiene es resultado de un patrón dual de crecimiento industrial caracterizado por la heterogeneidad intrasectorial de la industria, en la que predomina una estructura de mercado oligopólica, dominada por grandes establecimientos, y una inmensa mayoría de industrias con micro, pequeñas y medianas empresas. En condiciones de estancamiento económico, la existencia de esta estructura industrial propicia un crecimiento diferenciado al interior del sector industrial, en donde un grupo de ramas exhiben signos positivos de crecimiento, productividad y exportaciones, así como de un grupo de ramas industriales que se encuentran en contracción. Los diferenciales de crecimiento de los diversos capitales que componen la industria manufacturera provocan que el comportamiento de la productividad de la fuerza de trabajo, en el ámbito agregado, sea explicado únicamente por las grandes empresas que al estar integradas al mercado externo muestran crecimientos significativos, frente a una contracción del mercado interno que no puede ser contrarrestada por los industriales de empresas de menor tamaño.

La caracterización antes mencionada es resultado de los patrones de competencia que dieron origen a este entorno de desarrollo industrial. En tal sentido podemos afirmar que la reproducción de las empresas implica que estas trabajan a una escala condicionada por la tendencia a realizar la mayor cantidad posible de ganancia y a suministrar con el capital existente la mayor cantidad posible de mercancías, es decir, la reproducción del capital se sustenta en la expansión continua de los mercados y actualmente en la capacidad de las empresas para entrar a los circuitos de especulación financiera a fin de incrementar el valor de sus paquetes accionarios.

A nivel del conjunto de las empresas del sector manufacturero entre 1982 y 1992 se detiene la caída en la tasa de ganancia y se estabiliza, posteriormente (1993 – 1998) se presenta una clara tendencia creciente interrumpida entre 1998 y 2002 para posteriormente volver a crecer. Comparando la tasa de ganancia agregada con el comportamiento de la tasa de ganancia de la gran empresa observamos que esta no presentó una tendencia decreciente entre 1970 y 1982 sino que mantiene su tasa de ganancia, y que a partir de 1992 y hasta el 2008, año del último censo industrial, mostró una tasa de ganancia creciente y muy superior a la tasa agregada (Gráfica 1). La capacidad de las grandes empresas para transferir el incremento de costos hacia sus productos finales cuando existía una mayor dependencia de las cadenas productivas nacionales y, cuando las cadenas productivas se desarticulaban, acentuaron la importación de bienes intermedios y de capital con el fin de establecer eslabonamientos productivos altamente eficientes y competitivos. Con ello aumentaron su participación en el mercado nacional y sostuvieron su producto en el mercado internacional. En este sentido, se puede afirmar que las empresas ligadas al mercado exterior, grandes empresas, desarrollaron procesos de cambio tecnológico incrementales (cambios que se orientan a adaptar sus escalas de producción

en función de diferenciación de productos); mientras que la mayoría de las empresas no integradas al sector externo se abocaron a depreciar en forma intensiva sus activos fijos y con ello aprovechar la reducción de los niveles salariales impuesta por parte del Estado y el gran capital. (Gráfica 2). Algunos factores en los que se sustentó ese patrón de competencia están asociados a que:

a) El Estado transfirió actividades de sectores rentables que mantenía bajo su control hacia las grandes empresas industriales.

b) Se resarcieron las condiciones de rentabilidad de los capitalistas mediante dos mecanismos: por una parte, el abaratamiento del capital constante circulante gracias a la apertura indiscriminada de la economía nacional, lo que propició la eliminación de capitales ineficientes y provocó la desarticulación de las cadenas productivas nacionales y, por otra, reduciendo el valor de la fuerza de trabajo por debajo incluso del nivel de subsistencia.

c) Las condiciones excepcionales para lograr importantes incrementos de la ganancia fueron aprovechadas fundamentalmente por las empresas ligadas al mercado exterior, independientemente del nivel de actividad de la economía nacional. La segmentación de sus mercados y la especialización alcanzada en sus procesos de producción, comercialización y financiamiento les permitió independizarse de cadenas productivas nacionales que presentaban niveles de eficiencia inferiores a los existentes en el mercado internacional. Al mismo tiempo, lograron elevar su competitividad al disminuir sus costos salariales sin tener que realizar inversiones cuantiosas en maquinaria y equipo de producción, e incluso aprovecharon segmentos dinámicos del mercado nacional que se explican por la alta concentración del ingreso. Para el resto de las empresas, las que lograron sobrevivir a la competencia frontal derivada de la apertura comercial indiscriminada y a la falta de apoyos financieros que indujeran la incorporación masiva de bienes de capital, la competitividad se sustentó en procesos de sobre explotación de la fuerza de trabajo.

d) La menor participación de los salarios en el costo de producción liberó capital dinerario permitiendo con ello financiar la recapitalización de las empresas de menor tamaño, y a las tesorerías de las grandes empresas les dio una gran liquidez para operar en los circuitos financieros especulativos. A nivel agregado se observa que las empresas del sector manufacturero no se recapitalizaron sino que prefirieron incrementar la depreciación de sus acervos brutos. Este comportamiento se caracteriza por un crecimiento muy lento de la formación bruta de capital fijo incluso por debajo de la depreciación acumulada sobre todo durante los periodos de crisis y reestructuración económica (1986-1991 y 2003-2007).¹⁴

¹⁴ La ecuación que nos permite evaluar el comportamiento de los acervos netos fue la siguiente.

$$AN_0 = AN_0$$

$$AN_1 = AN_0 + FBK_1 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-1} AN_0 \right]$$

$$AN_2 = AN_0 + FBK_1 + FBK_2 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-2} AN_0 + \alpha(1-\alpha)^{i-1} FBK_1 \right]$$

$$AN_3 = AN_0 + FBK_1 + FBK_2 + FBK_3 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-3} AN_0 + \alpha(1-\alpha)^{i-2} FBK_1 + \alpha(1-\alpha)^{i-1} FBK_2 \right]$$

$$AN_n = AN_0 + FBK_1 + FBK_2 + FBK_3 + \dots + FBK_n - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-n} AN_0 + \alpha(1-\alpha)^{i-n-1} FBK_1 + \alpha(1-\alpha)^{i-n-2} FBK_2 + \dots + \alpha(1-\alpha)^{i-1} FBK_{n-1} \right]$$

Dónde: AN0 = Acervos netos año 0.

FBK_i = Formación Bruta de capital año i.

$\alpha(1-\alpha)^{i-1}$ = Patrón de depreciación geométrico.

La serie original fue calculada en pesos corrientes, para observar la tendencia se calculó esta misma serie en dólares corrientes aplicando el tipo de cambio peso por dólar correspondiente para cada año publicados por el Banco de México.

Las tasas de depreciación nos indica la probabilidad de que el equipo, y las instalaciones al ser revisado en el momento *t* (tiempo decreciente) pierda su valor de uso durante el periodo de tiempo considerado. La tasa de depreciación geométrica fue adoptada por la BEA (Bureau of Economic Analysis) en la medida en que los patrones de depreciación lineal utilizados hasta antes de 1997 no coincidían con las tasas de reemplazo. El modelo utilizado es el siguiente:

$$AN_0 = AN_0$$

$$AN_1 = \frac{AN_0 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-1} AN_0 \right]}{IP_1} + FBK_1$$

$$AN_2 = \frac{AN_0 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-2} AN_0 \right]}{IP_2} + \frac{FBK_1 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-1} FBK_1 \right]}{IP_2} + FBK_2$$

$$AN_3 = \frac{AN_0 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-3} AN_0 \right]}{IP_3} + \frac{FBK_1 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-2} FBK_1 \right]}{IP_3} + \frac{FBK_2 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-1} FBK_2 \right]}{IP_3} + FBK_3$$

$$AN_n = \frac{AN_0 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-n} AN_0 \right]}{IP_n} + \frac{FBK_1 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-n-1} FBK_1 \right]}{IP_n} + \frac{FBK_2 - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-n-2} FBK_2 \right]}{IP_n} + \dots + \frac{FBK_{n-1} - \left[\alpha(1-\alpha)^{i-1} FBK_{n-1} \right]}{IP_n} + FBK_n$$

Fuente: Elaboración Propia

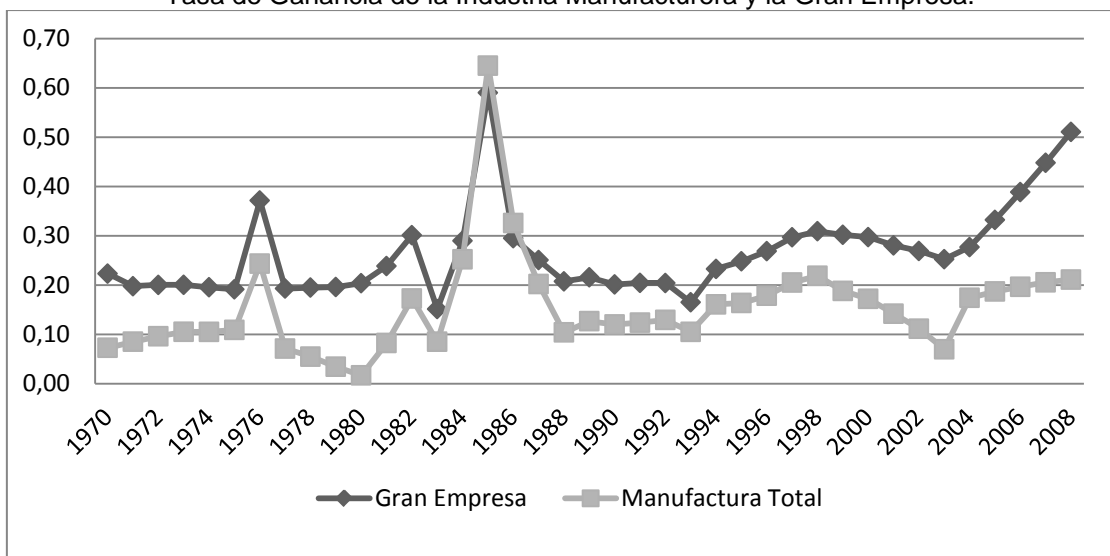
Dónde: IP_i = índice de precios

I = al factor de descuento o tasa de interés.

Los Acervos que se obtuvieron a precios históricos se les aplicaron cadenas de índices de precios. Estas cadenas se calcularon a partir de las series de acervos y formación bruta de capital del Banco de México. Originalmente el Banco de México publico índices de precios para acervos hasta 1979. La Dirección General de Precios de Banxico nos proporcionó la serie de Acervos y Formación Bruta de Capital a precios corrientes y precios constantes con ambas series calculamos los índices de precios implícitos hasta 1994. Para verificar que los índices precios implícitos calculados correspondían a los índices de precios publicados por el Banxico por tipo de acervos hasta 1979, se compararon ambas series y se obtuvo una correspondencia absoluta, salvo pequeñas variaciones en Mobiliario y Equipo.

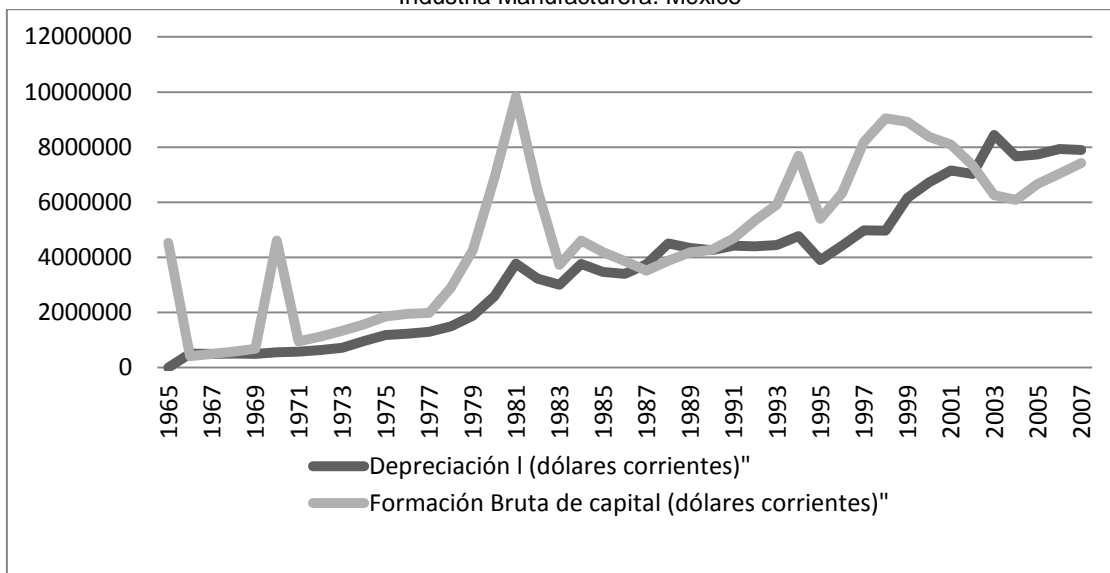
Por lo expresando en c) y d) se tiene que la capacidad de inducir el crecimiento social de la productividad de la fuerza de trabajo se canceló al desarticularse las cadenas productivas orientadas hacia el mercado nacional, dificultando con ello que se propiciaran efectos multiplicadores en la productividad de la fuerza de trabajo hacia las ramas que potencialmente pueden ser integradas.

Gráfica 1
Tasa de Ganancia de la Industria Manufacturera y la Gran Empresa.



Fuente: elaboración propia en base a Censos Económicos.

Gráfica 2
Formación Bruta de Capital y Depreciación
Industria Manufacturera. México



Fuente: elaboración propia en base a Censos Económicos.

Como se observa las empresas productivas alcanzaron altos niveles de rentabilidad, condición indispensable para acumular dinero -capital dinerario-, que les ha permitido integrarse a los circuitos financieros internacionales y desarrollar estrategias de gestión orientadas a concentrar y centralizar

capitales. En contraste las micro, pequeñas y medianas empresas al estar sujetas al comportamiento de los mercados locales están impedidas de mantener tasas de crecimiento estables y con ello sin posibilidades de engancharse a la especulación financiera pues sus escalas de producción y sus flujos de efectivo son limitados y volátiles dado que su espacio de reproducción, el mercado nacional, está prácticamente estancado desde hace más de 25 años. .

3.- Financiamiento e inversión en tres grandes corporativos mexicanos: América Móvil, Bimbo y Comercial Mexicana.

La vinculación de las grandes empresas mexicanas a los circuitos financieros, y la utilización de estos, para acrecentar su ganancia empresarial a través de la transferencia de los riesgos de inversión utilizando, para tal fin, esquemas de ingeniería financiera¹⁵ se expresan en sus inversiones apalancadas en activos físicos y financieros. Para mostrar esta relación se estudiaron los casos de Bimbo, América Móvil y Comercial Mexicana. En el transcurso de la década pasada estas tres empresas desarrollaron estrategias de inversión mediante compras apalancadas que les permitieran tomar el control de empresas relacionadas con sus líneas de negocios pero también con la intención de obtener ganancias especulativas en los mercados de capitales por la variación de los precios de los valores asociados a esas inversiones.¹⁶

La evolución de cualquier empresa de gran tamaño está determinada por un conjunto de variables tanto de su entorno, que incluyen desde la evolución de la economía, el acceso a liquidez en los mercados financieros, las oportunidades de inversión y las características asociadas a la dinámica del mercado en que se opera tanto en términos tecnológicos como comerciales. Pero también están las variables internas como su planeación estratégica, sus estrategias de expansión y financiamiento y sus políticas de inversión. Las cuales dependen de las variaciones del precio de sus insumos y servicios que requieren para su operación cotidiana, del valor de sus acervos productivos y su capacidad productiva, de su tasa de depreciación y de sus planes de expansión o contracción de los mercados (nacionales o internacionales) hacia donde dirigen fundamentalmente sus actividades de producción de bienes y/o servicios.

Unas y otra se retroalimentan en el transcurso del ciclo económico porque expansión económica y mercados dinámicos pueden inducir la realización de nuevas inversiones en la búsqueda de maximizar la rentabilidad y el valor de la empresa, mientras en el ámbito interno se estarán decidiendo políticas de expansión, estrategias comerciales seguir, el tipo de inversiones se que harán y cuáles serán los métodos más adecuados de su financiamiento y el fondeo. En la etapa de crisis o en la fase recesiva las expectativas de menores ganancias y de escaso acceso a liquidez en los mercados financieros conducirán a la dinámica inversa.

Lo anterior puede observarse al analizar el comportamiento de la inversión y el financiamiento en grandes corporativos mexicanos en el período

¹⁵ Fundamentalmente instrumentos financieros derivados.

¹⁶ Aunque también realizaron inversiones en instrumentos financieros derivados usados inicialmente con fines de cobertura y posteriormente para obtener ganancias especulativas.

comprendido de 2000-2012. Los tres casos estudiados –América Móvil, Bimbo y Comercial Mexicana¹⁷- enfrentaron escenarios particulares derivados de la evolución de la economía nacional e internacional, de sus estrategias de expansión particulares, de sus flujos de efectivo, y del comportamiento de los mercados financieros (Cuadro 1).

Cuadro 1

Empresa	Variables externas	Variables internas (estrategia de crecimiento)
América Móvil (Telecomunicaciones, telefonía móvil en mercados con grandes escalas de operaciones).	Expansión del mercado de las telecomunicaciones después de la crisis DOT COM (2001). Paridad cambiaria, liquidez en mercados financieros y comportamiento de las tasas de interés y la inflación.	Inversiones y expansión internacional basadas en: adquisiciones e inversiones en infraestructura, tecnología y desarrollo de nuevos productos. Grandes requerimientos de capital.
Bimbo (Productos de panificación, botanas y confitería).	Industria alimentaria relativamente estable. Insumos cotizados a nivel internacional y precios susceptibles a los cambios en los precios externos. Paridad cambiaria, liquidez en mercados financieros y comportamiento de las tasas de interés y la inflación.	Inversiones y expansión internacional basadas en: el control del mercado interno y adquisiciones a nivel internacional. Inversiones apalancadas.
Comercial Mexicana (Ventas al menudeo).	Comportamiento del mercado interno, el consumo y la situación económica del país. Paridad cambiaria, liquidez en mercados financieros y comportamiento de las tasas de interés y la inflación.	Estrategia de expansión en el mercado nacional basada en: expectativas de modernización y crecimiento del sector de ventas al menudeo. Apertura de nuevas tiendas e inversiones con crédito.

Fuente: Elaboración propia con datos de los Informes Financieros Anuales de América Móvil, Bimbo y Comercial Mexicana (2001-2012).

¹⁷ Tres de las 114 empresas que actualmente cotizan en la BMV.

En el caso de América Móvil al principio de la década pasada sus requerimientos de capital destinados a inversiones para la adquisición de equipo y tecnología,¹⁸ recayeron en el flujo de caja de la empresa que pasó de 2 671 millones de pesos en 2001 a 45 487 millones en 2012, en el crédito comercial y diversos financiamientos, en tanto que la adquisición de activos fijos se realizó con la colocación de deuda de largo plazo en los mercados nacionales e internacionales, la emisión de certificados bursátiles, la obtención de créditos sindicados y otros préstamos en moneda extranjera preferentemente dólares (casi el 50% de su endeudamiento estaba denominado en esa moneda). Aunque en el contexto de la crisis de 2007-2009 la empresa tuvo pérdidas cambiarias sobre su deuda neta y sus cuentas por pagar en moneda extranjera tanto en su parte mexicana como en relación a las operaciones con diferentes monedas frente al dólar con que operaran sus subsidiarias en el mundo, después de refinanciar sus deudas y con la generación de efectivo de sus subsidiarias pudo amortizar con holgura los diferentes compromisos de pagos a capital e intereses de sus adeudos de corto plazo. Esto le permitió que el indicador de duda a corto plazo sobre el EBITDA cayera del 54.7% al principio de la década pasada al 8.6% en 2012

Otro caso con características particulares en cuanto a financiamiento e inversiones es el de la empresa Bimbo que se ubica en el segmento de consumo popular y masivo de productos de panadería y otros productos alimenticios que, aunque estable presenta variaciones estacionales. Las ventas y por lo tanto los ingresos de esta empresa pueden resultar afectados por cambios en el poder adquisitivo de los consumidores asociados al comportamiento del mercado interno y el empleo, por la evolución de los precios internacionales de sus principales materias primas (trigo, aceite de soya, maíz y gas natural) y por las condiciones de funcionamiento de los mercados financieros (tipos de cambio, tasas de interés).¹⁹

En el periodo de estudio esta empresa realizó importantes adquisiciones de activos que le permitieron expandirse de forma importante (Estados Unidos, América Latina, Europa e incluso posee activos en China). En la mezcla entre fondos internos y externos para financiar sus inversiones, la empresa complementó sus recursos internos, su generación de efectivo, con endeudamiento (mercado bancario y mercados locales de capital y deuda), de tal manera que a una mayor disposición de efectivo le correspondió un menor endeudamiento de corto plazo y viceversa. Es de resaltar que el endeudamiento de largo plazo fue el de mayor carga para esta empresa, mismo que por sus propias características, le permitió distribuir los vencimientos de su deuda y reducir los riesgos relativos a fluctuaciones cambiarias y de tasas de interés.

Hacia la primera mitad de la década pasada sus posiciones en activos se financiaron mediante una deuda compuesta de certificados bursátiles, créditos sindicados, líneas de crédito revolventes y créditos adquiridos directamente por sus subsidiarias para atender necesidades de capital de trabajo. En 2006 su deuda de corto plazo ascendía a 3 248 millones de pesos y

¹⁸ El otro rubro, además del financiero, que es fundamental en el financiamiento de cualquier empresa es el de proveedores, que en el caso de América Móvil son quienes le proporcionan equipo, tecnología y servicios sin los cuales no podría operar adecuadamente.

¹⁹ La inflación simplemente, dado que no hay control de precios en el país, simplemente se incorpora al precio de sus productos.

la de largo plazo a 5 471 millones.²⁰ Recursos que se complementaron con un creciente flujo de efectivo generado por las operaciones de la empresa y que ese mismo año llegaron a 6 031 millones de pesos. Como resultado el indicador deuda a corto plazo sobre EBITDA se redujo de 53.0% en 2006 a 21.2% en 2012

El último caso de este análisis es el de Comercial Mexicana, empresa dedicada al comercio minorista en formatos de supermercados, tiendas de descuento e hipermercados.²¹ Por el tipo de segmento de mercado en el que se ubica la empresa y sus subsidiarias, sus operaciones están influidas de manera directa por la evolución de la economía, de tal modo que los períodos de contracción económica necesariamente se reflejan en sus resultados y sus flujos de efectivo. Los cuales también son afectados por condiciones financieras adversas (devaluaciones, incrementos de las tasas de interés, baja en el precio de las acciones) que pueden deteriorar la calidad de sus activos e incrementar el valor de sus obligaciones.

En el período de análisis las inversiones de la empresa y su expansión se basaron en un creciente endeudamiento. Sin contar a los proveedores, que son la principal fuente de crédito comercial, hasta 2006 su endeudamiento neto creció en términos nominales en 481%, con un mayor peso en el largo plazo, por los montos contratados, pero con crecimiento acelerado del endeudamiento de corto plazo, que en sólo dos años, 2005 y 2006 creció en 201%. Frente a ello el endeudamiento de largo plazo se incrementó sólo en 33%. Hasta ese momento sus fuentes de financiamiento provenían de créditos bancarios, obligaciones quirografarias y bonos de largo plazo.

En 2007 la empresa realizó inversiones por 4 200 millones de pesos para aumentar su participación el mercado, cantidad muy por encima de sus disposiciones de efectivo que ese mismo año fueron de 1 891 millones. En el curso de la crisis de financiera se produjeron importantes fenómenos que impactaron negativamente el funcionamiento de esta empresa. Por una parte, la subida en las tasas de interés y la acelerada depreciación del peso afectaron sus posiciones en instrumentos financieros derivados y le reportaron una pérdida de 1 080 millones de dólares.²² Por otra, la caída en la actividad económica de nuestro principal social comercial influyó negativamente en la dinámica económica interna de tal manera que en términos reales el PIB pasó de 3.3% en 2007 a 1.5% en 2008 para caer a - 6.1% en 2009.

En ese contexto, su deuda se disparó no sólo por el incremento de los fondos externos en su endeudamiento, y su mayor costo, sino por las pérdidas que tuvo que afrontar como resultado de su especulación con instrumentos financieros derivados. Esto se tradujo en obligaciones de corto plazo que en 2008 y 2009 contabilizaron 12 099.8 millones de pesos y 11 897.5 millones respectivamente, y que no pudieron ser compensadas con la generación de efectivo del negocio que esos dos años alcanzó 6 189.6 millones de pesos, sólo el 34% de total del endeudamiento de corto plazo en esos momentos (Gráfica 3).

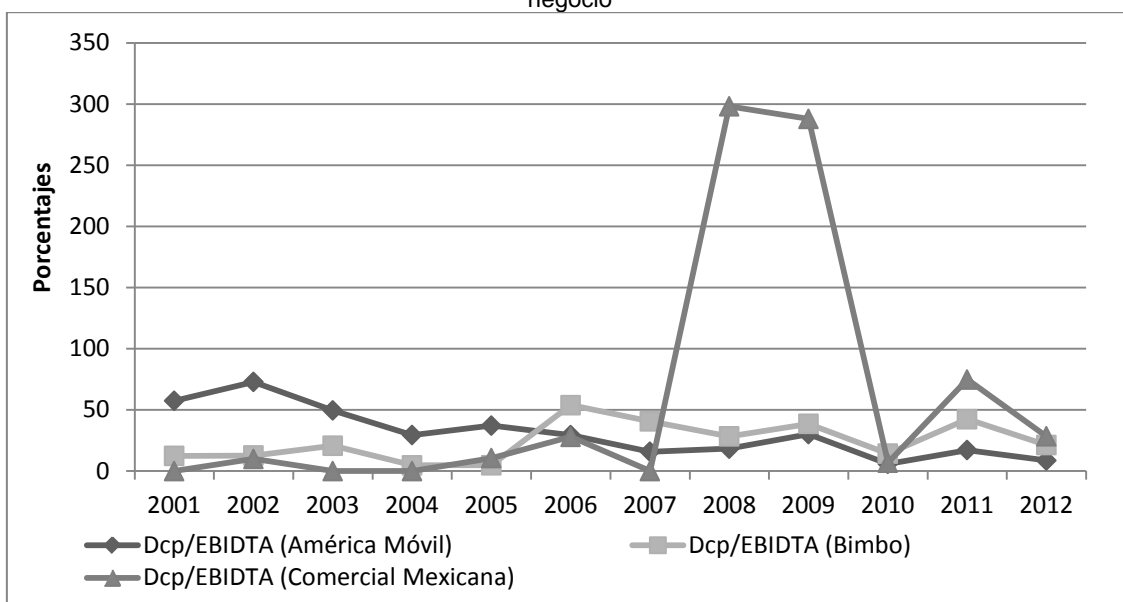
Gráfica 3

²⁰ Bimbo tenía en 1996 un crédito por 140 millones de dólares con la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés) que tenía vencimientos hacia la primera mitad del decenio pasado.

²¹ También tiene participación en el sector de restaurantes.

²² Para no llamarles operaciones especulativas, la empresa adquirió contratos con derivados – de cobertura de pesos y euros contra el dólar- *con fines de negociación*, es decir se adquirirían para obtener ganancias en los mercados cambiarios.

Capacidad de pago del endeudamiento a corto plazo en relación con la generación de ingresos del negocio

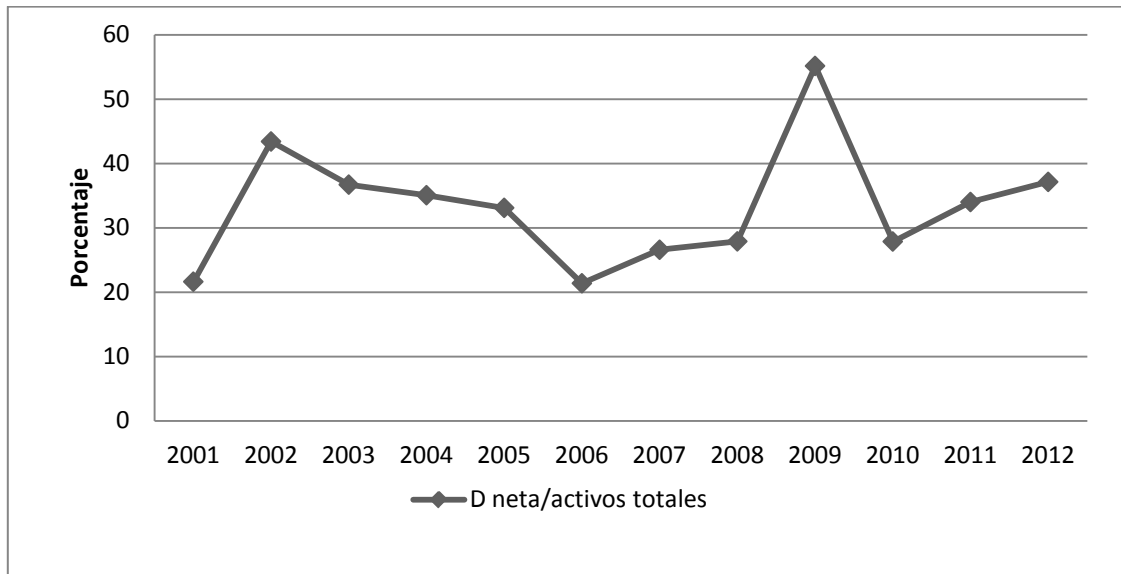


Fuente: elaboración propia con base en los Informes Financieros de América Móvil, Bimbo y Controladora Comercial Mexicana.

Su capacidad para generar flujos de efectivo y las expectativas sobre su rentabilidad, que le permitieron incrementar sus inversiones para expandir sus posiciones en activos fijos en Europa, Estados Unidos, América Latina y el Caribe, también se reflejaron en el comportamiento del precio de sus acciones, las cuales, después de un leve retroceso entre 2007 y 2008 como resultado de la contracción en los mercados financieros internacionales, pasaron de los 10.61 pesos por acción en 2008 a 14.96 pesos en 2012. Además, su posición como un importante competidor en mercado nacional y extranjero de las telecomunicaciones, que es muy dinámico, le permitió seguir accediendo, sin comprometer la viabilidad de la empresa, la liquidez de los mercados financieros internacionales. Esto fue posible porque después de la crisis su administración de riesgos y su endeudamiento –incluida su exposición a movimientos de las tasas de interés y fluctuaciones cambiarias con instrumentos financieros derivados (cross currency swaps)²³- se orientaron a atenuar cualquier problema financiero que pudiera afectar sus operaciones. Por ello es que si bien es cierto sus inversiones en activos fijos se siguieron realizando con un endeudamiento creciente, después de la reestructuración de sus obligaciones sus fuentes de financiamiento externo se concentraban en opciones más seguras con créditos para exportación y préstamos bancarios, certificados bursátiles en pesos mexicanos y un endeudamiento con bonos de largo plazo en euros, libras, yenes y francos suizos, en pesos colombianos, y reales brasileños que en total equivalían al 96% de su deuda total (Gráfica 2).

Gráfica 3.
Participación de la deuda en la adquisición de activos de América Móvil

²³ Swaps de dólares a pesos, de pesos a dólares, de euros por pesos, de euros por dólares, de yenes por pesos, de yenes por pesos, de francos suizos por euros, swaps de tasas de interés mexicanas para sustituir obligaciones de pago de intereses a tasas variables por obligaciones con pago de intereses a tasas fijas.



Fuente: Elaboración Propia con datos de los Informes Financieros de América Móvil. 2001-2012

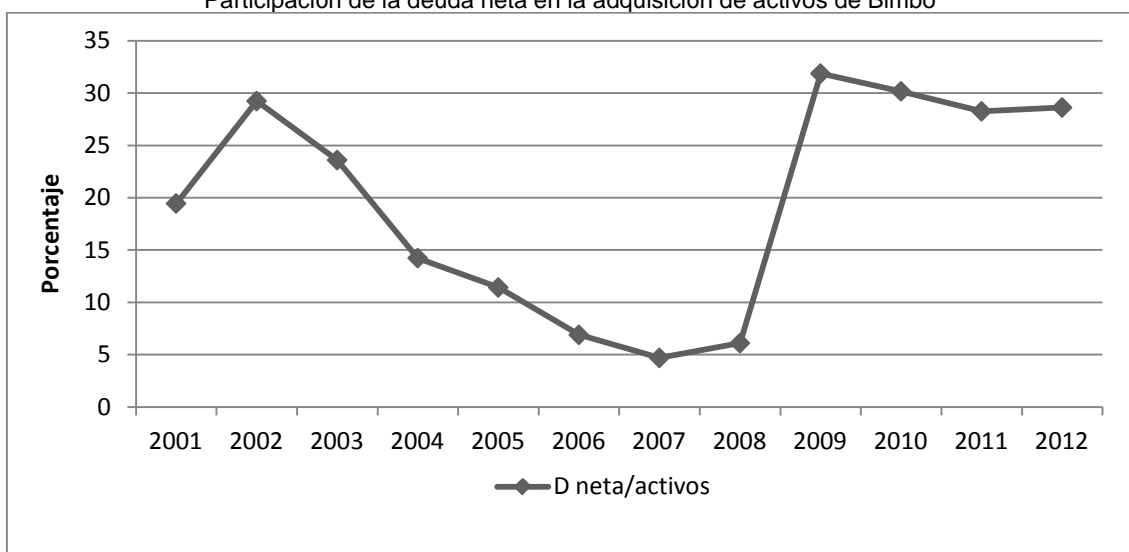
Es decir, ante la incertidumbre generada en los mercados financieros la empresa cambió de las fuentes de financiamiento de corto plazo más riesgosas por financiamiento de largo plazo con el cual asegurar liquidez a un costo promedio ponderado del 5%, inferior al 7.95% de 2006 y al 7.18% de 2007. La estrategia de la empresa fue hacer que sus obligaciones financieras se ajustaran a sus activos productivos y a su liquidez a fin de garantizar que sus obligaciones, ya fueran de fuentes bancarias o de la deuda colocada en los mercados de valores, pudieran solventarse en cualquier momento dando con ello confianza a los inversionistas. La mejoría tanto de la economía nacional como la internacional a partir de 2009, hecho que contribuyó a la recuperación en los mercados financieros, sumada al gran capital de la empresa y su generación de utilidades, no sólo le permitieron maximizar el valor de sus acciones sino seguir accediendo, sin mayor problema a fuentes de financiamiento e incluso refinanciar sus pasivos en el momento más álgido de la crisis.

Los problemas que Bimbo enfrentó después de 2007 se relacionan con la inestabilidad de la crisis financiera internacional de 2007-2009, pues tuvo pérdidas con sus instrumentos derivados (interest rate swaps y cross currency swaps), pero también con el aumento de los precios internacionales de los *commodities* que requiere para su producción.²⁴ Pero dado su tamaño y el mercado en el que se ubica –de alimentos– parte de los incrementos en sus costos de producción pudo resarcirlos trasladándolos a los precios finales de sus productos. Además, con el objetivo de minimizar su riesgo de liquidez, Bimbo se concentró en reestructurar sus pasivos con lo que pudo reducir su deuda de corto plazo (de 4 656 millones en 2009 a 1573 millones en 2012, una reducción del 66%), y quedarse básicamente con un endeudamiento el

²⁴ En enero de 2006 se vendía en los mercados internacionales la tonelada métrica el trigo a 116.16 dólares y en junio de 2008 había llegado a 388.45 dólares. Algo similar ocurrió con el precio del gas natural, cuyo precio en millones de unidades térmicas británicas pasó de 6.15 dólares en enero de 2005 a 13.05 de ese mismo año. Después de lo cual se redujo para volver a tener un máximo históricos en junio de 2008 cuando se ubicó en 12.68 dólares.

largo plazo (de 32 084 millones de pesos a 41 950 millones en 2012, un aumento de 31%) que le permitió reducir sus costos de capital (Gráfica 4).

Grafica 3.
Participación de la deuda neta en la adquisición de activos de Bimbo



Fuente: elaboración propia con datos de los Informes Financieros Anuales de Bimbo.

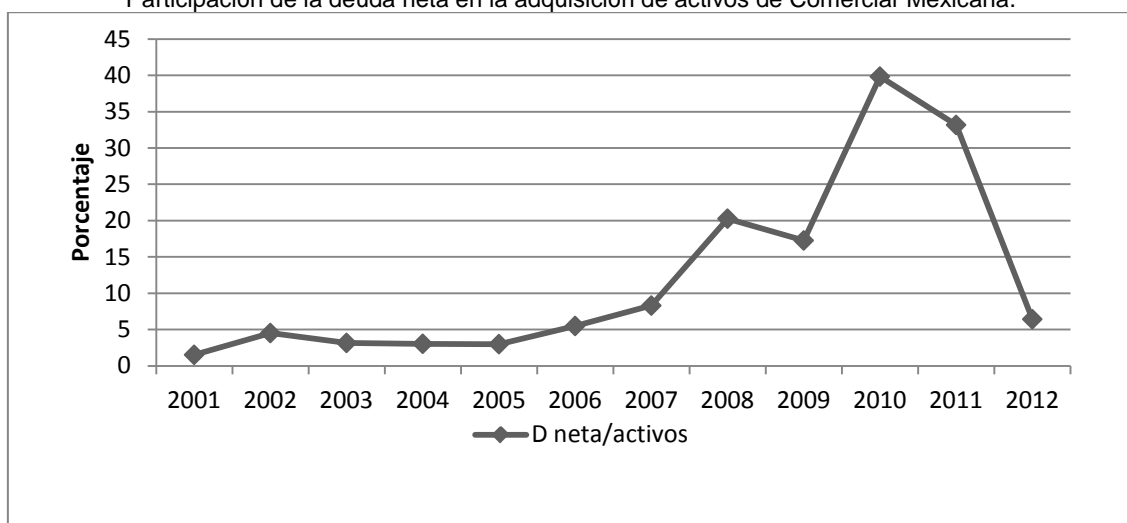
La recuperación en los mercados financieros hizo que las expectativas de los inversionistas mejoraran y el precio de sus acciones se recuperó a partir de 2008 para pasar de 14.58 pesos por acción a 33.47 en 2012. Ante mejores expectativas de rentabilidad esta empresa pudo seguir adquiriendo recursos de fuentes externas, en la forma créditos bancarios y colocación de deuda en los mercados bursátiles, para mantener su ritmo de expansión.

Para Comercial Mexicana el panorama fue totalmente diferente pues el deterioro de activos y su creciente apalancamiento generaron desconfianza en los mercados de capital, y entre los inversionistas, respecto de la gestión y la operación de la empresa que hicieron que el precio de sus acciones se desplomara de 27.38 pesos la acción en 2007 a 2.98 pesos en 2008. El riesgo creciente en que incurrió no le permitió cumplir con sus obligaciones bancarias ni con el pago de sus instrumentos de deuda.²⁵ La consecuencia de ello fue que las fuentes de liquidez de los mercados bancarios y de capitales se cerraron para esta empresa, lo que la obligó a iniciar diversos procesos de reestructuración de su deuda y de desinversión con el objetivo de poder hacer frente a una deuda neta que de 2 027 millones de pesos en 2007 alcanzó los 18 249 millones de pesos en 2010, la cifra más alta de todo el período de análisis y que significó un crecimiento de su deuda del 800%(Gráfica 5).

²⁵ En 2010 la empresa suscribió un convenio de concurso mercantil para poder enfrentar a sus acreedores

Gráfica 5.

Participación de la deuda neta en la adquisición de activos de Comercial Mexicana.



Fuente: Elaboración propia con datos de los Informes Financieros Anuales de Controladora Comercial Mexicana.

Al final del período analizado la reestructuración de sus obligaciones y la venta de activos²⁶ le reportaron flujos adicionales de recursos con los cuales mejoró su posición financiera hasta quedar con una deuda total de sólo 3 682 millones de pesos²⁷ de los cuales el 79% era de largo plazo y el restante 21% de corto plazo. Al volver a tener acceso a los recursos de la banca y de los mercados de capital su estructura de endeudamiento quedó integrada por instrumentos de deuda garantizada, emisión de bonos de largo plazo, instrumentos de deuda ligada a activos, un crédito sindicado -con el cual se cubriría el remanente de las deudas anteriores-, certificados bursátiles, préstamos quirografarios y diversos créditos de bancos privados, al tiempo que el precio de sus acciones se recuperó para pasar de los 2.98 por acción en 2008 a 45.28 en 2012.²⁸

Este caso evidencia los comportamientos empresariales propios de un capitalismo financiarizado porque lo que impactó negativamente las operaciones de la empresa no es solamente que sus expectativas sobre el funcionamiento de la economía fueran erradas y, por lo tanto, la rentabilidad y el reflujo de ingresos esperados por sus operaciones no se realizaran, sino que al quebranto resultante de sus inversiones especulativas, traducido en un crecimiento insostenible de riesgo del prestatario, dio por resultado condiciones de acceso a la liquidez más duras y la desvalorización del precio de sus acciones. Problemas que en conjunto pueden terminar comprometiendo la operación como negocio en marcha de cualquier empresa.

Conclusiones.

En el capitalismo financiarizado la función del crédito como adelanto de capital que sirve de soporte a la inversión productiva fue desdibujándose hasta

²⁶ En 2012 la empresa vendió el 100% de participación accionaria en su subsidiaria Costo de México en 10650 millones de pesos que fueron utilizados para reducir la deuda neta de la empresa.

²⁷ Cantidad menor a una vez el flujo de efectivo generado por la empresa en ese año.

²⁸ A principios de 2014 se anunció en la prensa nacional que el grupo empresarial con el control de Comercial Mexicana estaba estudiando la posibilidad de vender la empresa.

convertirse, por intermedio de los mercados de capitales y las innovaciones financieras, en un apalancamiento dirigido a la adquisición de acciones y valores de otras empresas a fin de poder usarlas como activos líquidos listos para negociarse y respaldar obligaciones de largo plazo vinculadas a sus inversiones en activos fijos. Pero esta tendencia, una de las más importantes de la acumulación capitalista contemporánea, no brinda opciones de ganancias para todos los tipos de empresas y establecimientos industriales pues únicamente los corporativos de mayor tamaño, que tienen en los mercados externos sus principales esferas de reproducción, son los que han podido articularse a las dinámicas especulativas contemporáneas. En el contexto del capitalismo financiarizado en México, se han producido dos fenómenos: por una parte, la contracción del mercado interno y, por otra, la colocación de las ganancias productivas en activos financieros. Las grandes empresas lejos de acelerar la incorporación de capital constante fijo y propiciar modificaciones sustanciales en la productividad del trabajo, generaron procesos de sobreexplotación de la fuerza de trabajo y crearon las bases para una gestión empresarial orientada a la realización de inversiones apalancadas en activos físicos y financieros. El comportamiento en la relación depreciación-formación bruta de capital caracterizado por un crecimiento similar de la depreciación y la formación bruta sobre todo durante los periodos de crisis y reestructuración económica, dan sustento para afirmar lo anterior.

De ahí que las empresas analizadas recurrieron a fondos externos para financiar capital de trabajo y activos fijos, incluso utilizaron sus tesorerías para adquirir instrumentos financieros que primero eran de cobertura y después se utilizaron para especular. Al final, las estrategias de financiamiento seguidas en cada una tuvieron efectos diferenciados en sus hojas de balance a partir de la generación de flujos de efectivo continuos que respaldaban su endeudamiento gracias a los altos márgenes de ganancia, y que frente al alza en los mercados de capitales de la primera mitad de la década pasada les permitieron allegarse de liquidez adicional.

Sin embargo, una vez que la crisis financiera se instaló y la liquidez en los mercados bancarios y de capitales se redujo drásticamente, los efectos del endeudamiento impactaron de manera particular a cada una. Caber señalar que en el caso de Bimbo a pesar de la contracción de mercado interno y la depreciación del tipo de cambio pudo trasladar parte de sus costos financieros al precio final de sus productos. Conforme se fue incrementando su generación de efectivo, en el momento de la reestructuración de sus pasivos y frente a la recuperación de los mercados financieros, pudo volver a acceder a liquidez y mantener sus planes de expansión. Caso contrario fue el de la Comercial Mexicana, que no es el actor dominante en el mercado de ventas al comercio minorista, y que dado que sus flujos de efectivo fueron marginales en comparación con sus compromisos en pesos y sus pérdidas en dólares enfrentó una crisis de liquidez que casi la lleva a la quiebra. En el caso de América Móvil, empresa ubicada en un mercado muy dinámico, que obtiene una alta rentabilidad y ganancia por su dominancia en el mercado, y con una gran generación de flujos de efectivo, derivada de sus altos márgenes de ganancia, pudo enfrentar sus compromisos financieros sin mayores problemas para la operación de la empresa. Estos tres casos muestran la forma de operar y las nuevas estrategias de obtención de ganancias empresariales en el capitalismo financiarizado.

Bibliografía

América Móvil. Informes Financieros Anuales 2000-2012

Bellamy J. y F. Magdoff (2009). *La gran crisis financiera. Causas y Consecuencias*. FCE.

_____ and H. Holleman (2010) *The Financial Power Elite*, Monthly Review, Volume 62, Issue 0, Press, Nueva York: 17-19.

Bimbo. Informes Anuales 200-2012.

Carvalho, F. (1997), "Financial Innovation and the postkeynesian approach to the "process of capital formation", *Journal of Post Keynesian Economics* 19(3): 461-87.

Controladora Comercial Mexicana. Informes Anuales 2000-2012

Duménil, G. and D. Lévy (2011), "*The Crisis of Neoliberalism*." Cambridge: Harvard University Press. Fama, E. (1965). "The Behavior of Stock Market Prices", *Journal of Business*.: 34-105.

Freeman A.(2013). "The profit rate in the presence of financial markets: a necessary correction." *Journal of Australian Political Economy* No 70

Fry, M. (1990), *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*. México, Cemla.

Giraldo, C. (2005), "Financiarización: nuevo orden social y político". En *Sistemas de protección social: entre la volatilidad económica y la vulnerabilidad social*. Bogotá. Centro de Investigaciones para el Desarrollo Facultad de Ciencias Económicas. Colección Estudios sobre protección social. Tomo 1.

Greenwald, et. al. (1984). "Informational imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations", *The American Economic Review Papers and Proceedings*. 74(2): 194-99.

Hilferding, R. (1971). *El capital financiero*, La Habana, Instituto Cubano del Libro.

INEGI. (1975, 1980, 1988, 1990, 1992, 1995, 1998, 2005, 2009). Censos Industriales.

Kalecki, M. (1937), "Principle of increasing risk", *Economica*, vol. 4.

_____. (1982). *Ensayos Escogidos sobre Dinámica de la Economía Capitalista*. México, FCE.

Keynes, J.M. (1937), "Alternative Theories of the Rate of Interest". *Economic Journal*, (Jun): 241-252

Lapavitsas, C. (2010), "Financialisation and capitalist accumulation: structural accounts of the crisis of 2007-2009". School of Oriental and African Studies, University of London. Research on Money and Finance Discussion Paper No. 16.

_____. (2009), “*Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation*”, *Historical Materialism*, 17.2: 114-148

Lazonick, W. (2010), “The Fragility of the US Economy: The Financialized Corporation and the Disappearing Middle Class,” in Dan Breznitz, and John Zysman, eds., *National Adjustments to a Changing Global Economy*, forthcoming.

_____. (2011). “The Innovative Enterprise and the Developmental State: Toward an Economics of “Organizational Success” “Paper prepared for: Institute for New Economic Thinking Annual 2011 conference Crisis and Renewal: International Political Economy at the Crossroads

Marx, K. (1980). *El Capital. Crítica de la Economía Política*. El proceso global de la producción capitalista (Libro Tercero. vol. 7), México, Siglo XXI,

Magdoff, H. and P.M. Sweezy. (1987), *Stagnation and the Financial Explosion*, Monthly Review, Press, Nueva York.

Minsky, H. (1987), *Las Razones de Keynes*. México, FCE.

_____. (1986), *Stabilizing and Unstable Economy*. New Haven, C: Yale University Press.

Parguez, A. L.P Rochon and M. Seccareccia (2012). *Contemporary Capitalism: Finance, Transformation, and Prospects—Essays in Honour of Alain Parquez, Louis-Philippe Rochon and Mario Seccareccia*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Passarella, M (2012), Financialisation and the Money Circuit: Macro Accounting Heterodox Approach. STOREP Version. Disponible en Internet desde http://www.boeckler.de/pdf/v_2012_10_25_passarella.pdf

Sawyer, M (2013), *Endogenous money, circuits and financialisation*. Economics Division, Leeds University Business School, UK.

Shaikh, A. (2011), “The First Great Depression of the 21st Century” in L. Panitch, G. Albo, V and Chibber, eds, *The Crisis This Time: Socialist Register 2011*, London: Merlin.

Toporovski, J. (2004). “Inflación en los mercados financieros”, en E. Correa y A. Girón (Coords), *Economía Financiera Contemporánea*. Tomo II, Miguel Ángel Porrúa, Senado de la República, UNAM, FCA, UAMI, UAZ.

_____. (2000). *The End of Finance. Capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*. Routledge Frontiers of Political Economy, London and New York.

_____ and Michell J. (2012). “The stock-flow consistent approach with active financial markets”, in: D. B. Papadimitriou and G. Zezza (Eds), *Contribution in Stock-flow Modeling. Essays in Honour of Wynne Godley* (Basingstoke and New York, Palgrave Macmillan.

