

---

# Reforma económica, mecanismos de financiamiento y procesos de inversión

• • • • • GREGORIO VIDAL\*

En los años recientes México ha experimentado una drástica transformación, la cual se refleja en sus principales indicadores macroeconómicos: los mercados de dinero y capital, las finanzas públicas, los movimientos en los precios y la composición de las cuentas con el exterior. ¿Cómo se relaciona esto con la reorganización de las corporaciones?; ¿hay transformaciones que se han impulsado mutuamente?; ¿los cambios de las corporaciones se articulan con los procesos macroeconómicos en curso, principalmente en los ámbitos del financiamiento y las inversiones, o, por el contrario, la acción de las grandes empresas se enfrenta a los cambios económicos? Las anteriores son interrogantes fundamentales para establecer la modalidad y la calidad del actual patrón de crecimiento.

En un estudio de 1992 de la Bolsa Mexicana de Valores sobre los grupos industriales se sostenía que frente a la nueva estrategia de crecimiento, cuyos elementos dinámicos proceden de la inversión privada y de “la fortaleza de las manufacturas para integrarse a los circuitos comerciales del mundo”, los conglomerados industriales son los agentes más activos. De ahí se concluye que “las firmas corporativas son simultáneamente el soporte del nuevo modelo de industrialización y el resultado de las condiciones generadas por la política económica durante el proceso de ajuste, de cambio estructural y de reorientación de la economía hacia la promoción de las exportaciones”.<sup>1</sup>

1. Bolsa Mexicana de Valores, *Grupos industriales, situación económica, financiera y bursátil*, Bolsa Mexicana de Valores e IMMEC, México, 1992, p. 18.

\* Profesor titular del Departamento de Economía y Director de la División de Ciencias Sociales y Humanidades, Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalapa.

En su quinto Informe de Gobierno, Carlos Salinas de Gortari se expresó en el mismo sentido de la estrategia económica de reestructuración. Cuando trató el tema del avance en la justicia y el logro de una mejor distribución del ingreso afirmó que “sin duda, la estabilidad económica, la desregulación y las privatizaciones han permitido la creación de grandes grupos financieros y empresariales”. Sin éstos, agregó, “difícilmente podríamos acometer los retos de la globalización y la competitividad, y quedaríamos fuera de los mercados mundiales”.<sup>2</sup>

En este artículo se analizan los cambios operados en algunas corporaciones, principalmente en cuanto a su modo de financiamiento, en el marco de la reforma económica. En particular, se indagará si la participación de las corporaciones nacionales en los mercados financieros mundiales y su asociación con empresas extranjeras se articula a las nuevas condiciones del sector externo y si, en ese sentido, crean nuevos elementos determinantes del proceso de inversión. En la primera parte se exponen algunos componentes sobresalientes de la nueva situación macroeconómica; en la segunda se da cuenta de los cambios en la estructura y las finanzas de algunas corporaciones. Finalmente, considerando los hechos en conjunto, se analizan las articulaciones entre ambos procesos y se comenta su efecto en la dinámica general de la economía.

## La nueva situación macroeconómica

El desempeño reciente de la economía mexicana constituye la génesis de un nuevo comportamiento de largo plazo. La infla-

2. Carlos Salinas de Gortari, *Quinto Informe de Gobierno*, suplemento de *La Jornada*, 2 de noviembre de 1993, p. X.

## C U A D R O 1

## PIB E INFLACIÓN (TASAS MEDIAS DE CRECIMIENTO E INCREMENTO ANUAL)

Años	PIB	Inflación
1953-1958	6.4	6.7
1959-1964	6.7	2.1
1965-1970	6.8	3.6
1971-1976	6.2	14.1
1977-1982	6.2	35.7
1983-1988	0.2	86.7
1989-1991	3.7	22.8
1992	2.8	11.9
1993	0.4	8.0
1994 <sup>e</sup>	3.0	6.0

e. Estimaciones.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, 1992, y Banco de México, *Informe Anual 1993*, México, 1994.

ción está próxima a los niveles de los años cincuenta y sesenta, cuando coincidieron estabilidad relativa en los precios, tipo de cambio estable y crecimiento. Además, la inflación actual se acerca a la de Estados Unidos, con el que se realizan aproximadamente tres cuartas partes del comercio exterior. Sin embargo (como se observa en el cuadro 1), el crecimiento del producto es muy inferior al que se logró a mediados de la centuria.

La tasa media anual de crecimiento del PIB en el período 1989-1994 será de 2.5 a 3 por ciento, dependiendo de la cifra que se alcance en 1994; así, el producto habrá crecido a un ritmo mayor en el primer trienio del gobierno del presidente Salinas. Esto significa que, hasta el momento, no se ha logrado articular el control de la inflación con un aumento sostenido de la actividad económica.

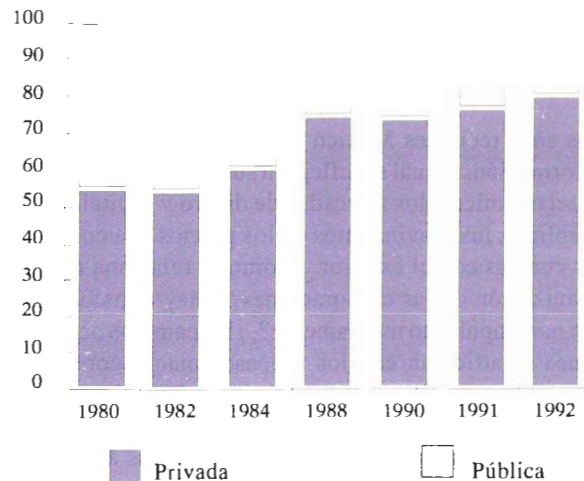
La reforma es un proceso en curso, que debe avanzar más para consolidar una dinámica diferente de crecimiento. Así lo destaca el FMI cuando afirma que "la actividad económica de México se desaceleró notablemente en 1993 a raíz de los programas de restructuración de la industria manufacturera y de la necesidad de reducir la inflación".<sup>3</sup> Según el organismo, las cosas cambiarán en el bienio 1994-1995, al reactivarse la inversión privada, como efecto del TLC. La situación prevaleciente en las manufacturas reviste una gran importancia, pues indica el nivel de la reforma y que el proceso de inversiones debe acelerarse, incluso que la modernización es fundamental en tanto se mantengan las actuales condiciones de apertura. La inversión privada es un dato clave en la dinámica económica; las cifras al respecto muestran la aparición de una nueva tendencia. En 1980-1982, cuando llegó a su límite el patrón de crecimiento de los años

3. FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, Washington, mayo de 1994, p. 22.

cincuenta y sesenta (impulsado al final de ese período con divisas provenientes de la venta de petróleo y de la contratación de deuda externa pública), los sectores privado y público participaron de manera similar en la formación de capital (véase la gráfica 1). Sin duda, la inversión pública en la industria petrolera, en la de bienes de capital y en el sector de bienes de consumo duradero repercutió ampliamente en la magnitud y modalidad del crecimiento. Empero, al avanzar el decenio de los ochenta hubo drásticos cambios, al grado de que en los noventa por cada cuatro nuevos pesos de formación bruta de capital fijo privado, el Estado invertía sólo uno.

## G R Á F I C A 1

## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL)



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI, *Sistema de Cuentas Nacionales de México*, varios años.

En 1993, mientras el PIB creció 0.4%, la formación bruta de capital disminuyó 1.4%. La "desaceleración del ritmo de la actividad económica se debió a diversas causas que desalentaron el gasto privado, tanto de inversión como de consumo".<sup>4</sup> El consumo privado no creció ese año y la inversión privada, según los Criterios Generales de Política Económica para 1994, aumentó 2.8%. Según esta fuente el año previo dicha inversión se incrementó, 20.4%.<sup>5</sup> Así, ésta no ha consolidado una tendencia al alza y en esas condiciones la restructuración de las manufacturas (a la que se ha denominado transformación micro-económica) resulta particularmente difícil.

4. Banco de México, *Informe Anual 1993*, México, 1994, p. 8.

5. "Criterios Generales de Política Económica para 1994", *El Mercado de Valores*, año LIV, núm. 1, México, enero de 1994, p. 28.

C U A D R O 2

## BALANZA DE PAGOS (MILLONES DE DÓLARES)

Concepto	1990	1991	1992	1993
Déficit en cuenta corriente	7 113.9	14 892.6	24 804.4	23 392.6
Déficit comercial	882.0	7 279.1	15 933.7	13 480.5
Exportación de mercancías	40 711.0	42 687.5	46 195.6	51 886.0
Importación de mercancías	41 593.0	49 966.6	62 129.3	65 366.5
Superávit de la cuenta de capital	8 163.5	20 179.0	26 542.3	30 882.0
Pasivos de la banca comercial	4 712.0	6 195.1	448.7	2 202.9
Pasivos del sector privado	691.4	3 721.0	5 687.5	9 167.9
Inversión extranjera	4 627.7	17 504.0	22 403.6	33 331.6
Directa	2 633.2	4 761.5	4 392.8	4 900.5
De cartera	1 994.5	12 742.5	18 010.8	28 431.1

Fuente: Banco de México, *Informe Anual*, varios años; Carlos Salinas de Gortari, informes de gobierno de 1993 y 1994, y Banco de México, *Indicadores Económicos*, julio de 1994.

El criterio de rentabilidad es fundamental en las decisiones de inversión de los agentes económicos. Las empresas cuentan con información para estimar las condiciones futuras de los mercados en que operan, pero ello no significa que conozcan los datos económicos. Para establecer series sobre la tasa de interés y el tipo de cambio futuros, cuando la producción se desarrolla con base en insumos y medios de financiamiento en varias monedas, es necesario considerar diversos escenarios. Con sus acciones en el presente, además, los agentes económicos modifican el curso de los hechos futuros, lo que a su vez repercutirá en el proceso económico y en las decisiones de inversión de otros agentes. Sin embargo, debe reconocerse que en las más diversas ramas de la actividad económica algunos agentes tienen un peso relativo muy significativo. En las industrias automovilística, del cemento y siderúrgica; en la construcción industrial y de infraestructura; en las tiendas de autoservicio, entre otros ejemplos, existen cinco, seis o a veces menos productores en los que descansa la actividad de la rama. En el momento en que se determinó que la inversión —y con ella el ritmo de la actividad económica general— recayera en el capital privado, se estableció también un núcleo en este sector cuyo comportamiento ha sido sustantivo. Las decisiones de inversión de los consorcios, las corporaciones y los grupos han tenido un peso definitivo en el curso de la economía.

Tal tendencia, sin embargo, no anula absolutamente a otros agentes económicos. Aun reconociendo el peso de las corporaciones, el capital privado se integra por segmentos y fracciones, cuyo comportamiento es necesario establecer. Además, la acción de otros agentes subyace o se transforma. Con el proceso de privatización el Estado se ha desplazado de la actividad inversora y el lugar de las finanzas públicas en los mercados de dinero y capital ha variado de manera notable. El sector público no es ya particularmente activo en la contratación de créditos en

los mercados financieros internacionales, sigue desempeñando, empero, un papel importante en la entrada de recursos del exterior. Los cuadros 2 y 3 muestran que una parte considerable de esos recursos se canalizó al mercado de títulos de deuda pública interna. El sector público ha mantenido su amplia participación en el gasto y en la constitución de una gran diversidad de ingresos que no se puede ignorar ni minimizar.

C U A D R O 3

## INVERSIÓN DE CARTERA Y SUS COMPONENTES (MILLONES DE DÓLARES Y PORCENTAJES)

	1992	Participación	1993	Participación
Total	18 010.8	100.0	28 430.9	100.0
Mercado accionario	4 783.1	26.6	10 716.5	37.7
Valores en moneda nacional	8 116.6	45.1	6 867.4	24.2
Sector público	8 116.6	45.1	6 484.9	22.8
Sector privado	—	—	382.5	1.3
Valores en moneda extranjera	5 111.1	28.4	10 847.0	38.2
Sector público	1 552.1	8.6	4 872.0	17.1
Sector privado	3 559.0	19.8	5 975.0	21.0

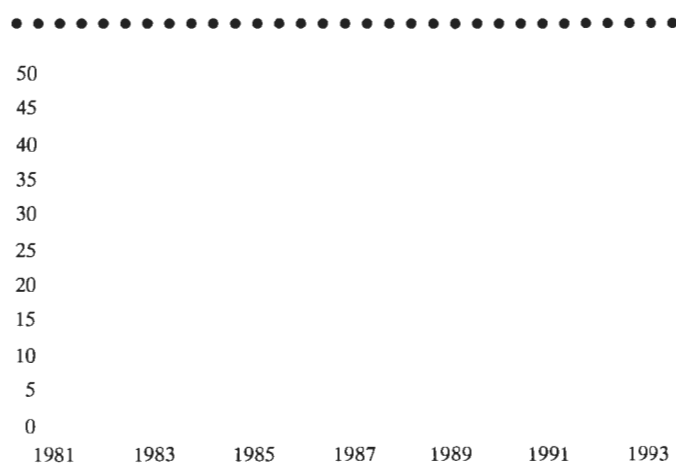
Fuente: Banco de México, *Informe Anual* 1993, México, 1994.

Como se observa en la gráfica 2, el gasto público —sin considerar al sector extrapresupuestario— representó en 1993 algo más de la cuarta parte del PIB. Queda de manifiesto el cambio de la acción estatal en el proceso económico, pero no su desaparición. La nueva forma en que las finanzas públicas se articulan con los consorcios privados (considerando la situación actual del gasto gubernamental, pero también el peso de los títulos de



G R Á F I C A 2

## GASTO PÚBLICO COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI, *Sistema de Cuentas Nacionales de México*, varios años; Banco de México, *Informe Anual*, varios años.

deuda pública interna en los mercados de dinero y capital) es un elemento que todo patrón de crecimiento estable debe incluir.

La reforma económica se fundamenta en la apertura productiva, comercial y de los mercados de dinero y capital. Por ello, en las decisiones actuales de inversión se debe considerar el mercado externo. En 1984 se produjo una modificación comercial importante con base en las exportaciones, pero en los años siguientes éstas no lograron representar una porción mayor del producto. La mayor apertura de la economía —medida por la suma de importaciones más exportaciones con respecto al PIB— se sustentó en las importaciones. En 1992 y 1993 las compras externas tuvieron nuevamente un peso mayor que las exportaciones en relación con el PIB, como a principios de los ochenta (véase el cuadro 4). Sin embargo, en 1993 la apertura disminuyó debido al menor peso relativo de las ventas externas. En 1994, cuando la producción comenzó a recuperar el ritmo de crecimiento, las compras foráneas se incrementaron más que las exportaciones. En esta lógica, los aumentos en el grado de apertura se vinculan con más fuerza a las importaciones: en tanto éstas son necesarias para el crecimiento, otros factores como el tipo de cambio y las tasas de interés quedan subordinados en el modelo de política económica.<sup>6</sup>

6. Según información preliminar del Banco de México, en el primer semestre de 1994 las importaciones crecieron a un ritmo de 19%, mientras que las exportaciones lo hicieron a 16.6%. Además, hubo una baja de algo más de 9 000 millones de dólares en las reservas, explicada tanto por la salida de divisas como por un ingreso mucho menor de capitales. En el segundo trimestre de 1994 ingresaron tan sólo 1 255 millones de dólares, en tanto que en el primero el ingreso fue de 11 190 millones de dólares.

Los agentes económicos deben considerar esta situación al determinar su futura rentabilidad. Algunas empresas modifican su presencia en la economía, en especial las que se desplazan de la producción al comercio, principalmente de importación. Otras ensayan fórmulas de asociación con capitales del exterior y el manejo de marcas extranjeras. El fenómeno se produce, por ejemplo, en industrias como la del calzado, del juguete o del mueble. El nuevo papel económico del Estado y el protagonismo del capital privado en condiciones de una drástica apertura, hacen necesario otra vez el financiamiento externo para la formación de capital. En 1990, cuando la balanza comenzó a mostrar los signos que la caracterizan hasta nuestros días, diversas instituciones del sector público plantearon que se trataba de una situación nueva. Se afirmó entonces, como se sostiene actualmente, que “el déficit en cuenta corriente tiene ahora una naturaleza muy diferente, por ser resultado de una mejoría de las expectativas de inversionistas y ahorradores respecto al futuro de la economía”.<sup>7</sup> En 1993 ese déficit continuó creciendo y las necesidades de capital externo se incrementaron (véase el cuadro 2). Ello revela uno de los problemas que subyacen en el proceso de reforma económica.

C U A D R O 4

COMERCIO EXTERIOR Y PIB<sup>1</sup> (PORCENTAJES)

Año	Importaciones PIB	Exportaciones PIB	Comercio total PIB
1981	11.6	10.0	21.6
1984	10.4	19.0	29.3
1988	16.4	17.9	34.3
1990	17.8	17.5	35.3
1992	19.0	14.1	33.1
1993	18.1	14.4	32.5

1. Cálculos en dólares corrientes. Los datos del comercio exterior incluyen maquiladores. Para la conversión se utilizó el tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera.

Fuente: Banco de México, *Informe Anual*, varios años; Carlos Salinas de Gortari, *Informes de gobierno de 1993 y 1994*, e INEGI, *Sistema de Cuentas Nacionales de México*, varios años.

En el caso de la inversión extranjera directa (IED), el patrón histórico de su composición no ha cambiado: al igual que en el comercio, el socio principal y mayoritario de México es Estados Unidos.<sup>8</sup> En 1993 la IED de este origen fue particularmente importante (véase el cuadro 5). El saldo acumulado no ha variado, pues poco más de dos terceras partes corresponde a ese país.

7. Banco de México, *Informe Anual 1990*, México, 1991, p. 25.

8. En 1993 las exportaciones de México a Estados Unidos representaron 83% del total, mientras las importaciones 71%. Banco de México, *Informe Anual 1993*, op. cit., p. 215.

## C U A D R O 5

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA ANUAL POR PAÍS DE ORIGEN  
(PORCENTAJES SOBRE EL TOTAL)

Año	Estados Unidos	Segundo país <sup>1</sup>	Canadá
1989	72.6	7.8	1.5
1990	61.8	7.7	1.5
1991	66.9	14.0	2.1
1992	45.9	11.9	2.4
1993	72.2	5.6	2.6
1993 <sup>a</sup>	67.9	6.4	1.8

1. Suiza (1989), Alemania (1990), Francia (1991) y Reino Unido (1992, 1993 y 1993 acumulada).

a. Acumulada.

Fuente: Secofi, "La inversión extranjera en México", *Comercio Exterior*, vol. 43, núm. 3, México, marzo de 1993, pp. 214-215, y Carlos Salinas de Gortari, *Quinto Informe de Gobierno 1993*, Anexo, 1993.

No obstante, el efecto de esos recursos en el proceso productivo –sumado al de la inversión privada nacional– no se ha reflejado hasta el momento en un crecimiento sostenido de la economía. Debe destacarse que en los últimos años las inversiones en cartera y en los mercados de dinero han sido las más dinámicas. En 1993, como en años anteriores, la inversión extranjera (IE) de cartera fue mayoritaria (véanse los cuadros 2 y 3). En 1992 y 1993 ésta representó 80.4 y 85.3 por ciento, respectivamente, de la IE total. Como se observa en el cuadro 3, una parte considerable de los recursos provenientes del exterior se canalizó a los mercados accionarios, principalmente en 1993. Dicho de otra forma, el avance de la reforma económica revela que las empresas del país han estado colocando de manera creciente títulos en los mercados externos.

El efecto de estas colocaciones en el proceso productivo es sin duda diverso. En varios casos se trata de operaciones realizadas en los mercados secundarios; en otros se vinculan a adquisiciones o a inversiones nuevas. Más que cuantificar aquí esta múltiple realidad, interesa insistir en su presencia y en que se desarrolla en un entorno de lento crecimiento de la actividad económica.

Como se mencionó, hay una fuerte conexión entre los títulos de deuda pública interna y el ingreso de recursos del exterior. Según el cuadro 3, casi 40% de las inversiones de cartera correspondió a la compra de valores gubernamentales, tanto en moneda nacional como extranjera, en particular Cetes.<sup>9</sup> Como señala el banco central: "la participación de los inversionistas del exterior en el mercado de valores del gobierno se ha incrementado. Así, dicha participación pasó de 3.2% de la circulación total al

9. Las operaciones de Cetes representaron 81% del total de las compras de valores gubernamentales. Banco de México, *Informe Anual 1993*, *op. cit.*, p. 229.

inicio de la apertura del mercado (1990), a 32.8% en 1992, para llegar a 38.9% en 1993".<sup>10</sup> Los recursos provenientes de la colocación de deuda no tienen un efecto directo en la actividad inversora. El banco central ha seguido la política de esterilizar parte de las divisas que ingresan al país para evitar presiones inflacionarias y el incremento en las importaciones.<sup>11</sup> Uno de los resultados de esta política es que los recursos esterilizados no afectan el gasto ni repercuten en el proceso de inversión.

Sin embargo, deberían considerarse otros elementos. Un aspecto de las nuevas finanzas públicas es que los títulos de deuda en manos de extranjeros se han incrementado, pero también se comprueba que la inversión pública ha disminuido. En 1984 la formación bruta de capital (FBC) del sector público fue 50% inferior en términos reales a la de 1981. En los años siguientes continuó decreciendo, al punto de que en 1992 representó 34.3% de la de 1981.<sup>12</sup> Con relación al PIB, ese indicador pasó de 10.9% en 1980 a 3.9% en 1992.<sup>13</sup> Puede señalarse que gran parte de los recursos captados por el gobierno federal en el mercado de dinero no se destinó a proyectos de inversión. Así, se ha relativizado el efecto del superávit de la cuenta de capitales de la balanza de pagos en el proceso de inversión: los incrementos en esa cuenta no se han traducido en aumentos de igual proporción y calidad en la formación de capital y se carece de otros mecanismos para propiciar ese proceso.

Las conexiones con la balanza comercial son múltiples. Una de las premisas de la reforma económica es la apertura, en tanto promotora de exportaciones que financian el crecimiento. No obstante, los hechos han evolucionado de manera más compleja. El déficit comercial se explica en parte por el desempeño de ramas altamente exportadoras, como la automovilística. Al inicio de la apertura se incrementaron las exportaciones de partes y automóviles, que alcanzaron un peso significativo en las ventas totales, primero semejante al petróleo y después incluso superior. Sin embargo, conforme se acentuó la apertura y la economía reinició un ciclo de crecimiento (véase el cuadro 6) la industria

10. *Ibid.*, p. 230.

11. "En los informes anuales de los tres años previos se prestó atención especial al fenómeno de las entradas de capital del exterior [...] Asimismo se señaló entonces, y se reitera ahora, que de haberse permitido que tales recursos externos repercutieran en su totalidad en la demanda agregada de la economía, se hubiera generado un déficit aún mayor de la cuenta corriente y, además, presiones indeseables sobre los precios. Por ello, el Banco de México decidió atenuar, y lo continuó haciendo en 1993, el efecto potencial de dicho influjo sobre la liquidez de la economía, lo cual se logró a través de operaciones de esterilización." *Ibid.*, pp. 28-29.

12. Según las Cuentas Nacionales del INEGI, en 1981 la formación bruta de capital pública fue (a precios de 1980) de 688 millones de nuevos pesos, mientras en 1992 ascendió a 236 millones de nuevos pesos.

13. Por cierto que, en contraparte, no se ha producido ningún drástico incremento de la formación de capital por parte del sector privado, como se señaló. En 1980 la FBC de éste representaba 13.3% del PIB, mientras que en 1992 equivalía a 15.2 por ciento.

## C U A D R O 6

## PARTICIPACIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE LA INDUSTRIA AUTOMOVILÍSTICA (PORCENTAJES)

	1987	1991	1993
En las exportaciones totales	16.3	21.1	17.3
En las del sector privado	31.4	31.4	31.4
En las manufactureras	34.3	35.7	21.5
En la balanza comercial <sup>1</sup>	23.0	11.5	3.2

1. Saldo de la balanza comercial del sector como porcentaje de la balanza comercial total; la cifra de 1991 representa un déficit.

Fuente: Nafin, *La economía mexicana en cifras*, 1991, y Banco de México, *Informe Anual*, varios años.

automovilística contribuyó al déficit comercial.<sup>14</sup> La tendencia se modificó hasta 1993, en condiciones de freno de la actividad económica, pero el saldo positivo en la balanza comercial de esta rama no contribuyó de manera relevante a disminuir el déficit.

Las exportaciones de industrias como la del vidrio, calzado, químicos y acero se han incrementado, pero también las importaciones. Como en el caso de los automóviles y las autopartes, los montos y los productos exportados no igualaron a las importaciones. Se asiste así a un proceso de especialización que no ha logrado, hasta el momento, gestar una tendencia favorable creciente en las cuentas comerciales con el exterior. ¿Qué condiciones deben crearse para que este proceso aparezca?, ¿debe mantenerse un patrón de crecimiento que entrañe importantes volúmenes de recursos externos, aun cuando no puedan utilizarse plenamente en la producción, tanto porque acentúan el déficit comercial, como por las condiciones en que ingresan y por el tipo de circuitos financieros que está configurándose? Se trata de interrogantes claves para la continuidad o el cambio en el patrón de crecimiento, sobre todo si se considera que las corporaciones están descolocando inversiones que no tendrán un efecto positivo en las cuentas con el exterior. Estas y otras cuestiones que conciernen a la modificación del patrón de financiamiento de las corporaciones se analizan en seguida. Antes es necesario retener un dato más del desempeño macroeconómico.

En varias ramas, por el peso de su comercio con el exterior, la variable precio procede del mercado con el que se mantiene el mayor volumen de transacciones y, por tanto, también depende de la trayectoria del tipo de cambio. En torno a éste confluyen

14. En 1987 las exportaciones petroleras abarcaron 40% del total, mientras que las de la industria automovilística aportaron 16.3%. Cuatro años después, el petróleo exportado bajó a 19%, inferior a las exportaciones de la industria de automotores. En 1993 las exportaciones de ésta aumentaron a 17.3% y las petroleras a 14.3% del total.

además los intereses de los agentes económicos que están colocando recursos en títulos de deuda pública interna, por lo que el tipo de cambio se independiza relativamente de la evolución de los precios internos respecto a los del principal socio comercial. No obstante, se mantiene una política de tasas de interés internas superiores a las estadounidenses, incluso un riesgo mínimo de devaluación. Esta dinámica constituye un obstáculo para la inversión de agentes ajenos a ese circuito que, además, no encuentran los medios para financiarse en los mercados internacionales. La inversión productiva enfrenta un nuevo límite endógeno del modelo de crecimiento, por lo menos tal como se había desarrollado hasta ahora. Este límite, como se comprende, sólo lo han superado unas cuantas empresas.

### Inversión, financiamiento y corporaciones

El actual perfil de las corporaciones y grupos financieros es resultado de un largo proceso de transformación, del agotamiento del anterior modelo de crecimiento y del surgimiento de un nuevo modelo de reproducción. Un ejemplo de ello es la convivencia de las que podrían llamarse nuevas y viejas fortunas. Se trata de una estructura diversa que presenta múltiples formas de organización.

Las relaciones económicas entre corporaciones trascienden los aspectos jurídicos y legales y muchas de ellas se están construyendo. Signos claves del momento actual son las adquisiciones, los cambios en la propiedad del capital y el desplazamiento de activos entre corporaciones. El grupo que se busca identificar no se agota en las sociedades que cotizan en la bolsa, pues este es uno de los signos del cambio en curso en la estructura del capital. Empresas tan importantes en su rama, como Televisa, tienen poco de haber ingresado al mercado bursátil. Otras actúan en territorio nacional pero sus matrices se ubican en el exterior. Allí se toman las decisiones de inversión y se busca gran parte de los recursos para realizarla. Otro caso es el de las corporaciones con importantes vínculos en la propiedad del capital pero que operan con relativa independencia. La aprehensión cuantitativa de todos los cambios de los grupos y corporaciones entraña algunas dificultades. Sin embargo, debemos acercarnos estadísticamente al hecho.

En los últimos años las listas de compañías tenedoras de acciones (*holdings*) publicadas por la revista *Expansión* muestran resultados contrastantes. Esos consorcios tienen una importante influencia en la economía: "los 91 grupos incluidos reúnen 1 249 empresas en total, entre las cuales se encuentran la mayor parte de las 500".<sup>15</sup> En efecto, en la lista de *Expansión* de las 500 empresas más importantes de México en 1993 se observa que por lo menos 217 pertenecían o formaban parte de las 50 mayores controladoras, definidas por su volumen de ventas. Tan sólo las

15. "Los grupos más importantes de México", *Expansión*, México, 31 de agosto de 1994, p. 83.



C U A D R O 7  
GRUPOS INDUSTRIALES Y DE SERVICIOS (MILLONES DE NUEVOS PESOS A PRECIOS CONSTANTES)

	1990	1991	1992	1993
Ventas	950.86	827.82	669.52	650.54
Activo total	1 402.47	1 223.10	1 082.25	1 078.04
Pasivo total	546.09	495.05	511.92	522.44
Pasivo en moneda nacional	283.41	242.47	229.23	214.50
Pasivo en moneda extranjera	262.68	252.58	282.13	303.42
Exportaciones <sup>1</sup>	5.3	4.6	3.7	4.3
Importaciones <sup>1</sup>	2.1	2.7	2.9	4.1
Saldo de la balanza comercial <sup>1</sup>	3.2	1.9	0.8	0.2
Personal ocupado	437 269	437 391	514 181	506 929

1. Millones de dólares.

Fuente: *Expansión*, "Los grupos más importantes de México", septiembre de 1992, agosto de 1994, y Banco de México, *Informe Anual*, varios años.

15 más grandes abarcaban a 102 de las 500 y a 35 de las 100 mayores en ese año. Estos datos contrastan con el menor peso relativo de las ventas de los 91 grupos en relación con el producto:<sup>16</sup> mientras en 1990 representaron 18% del PIB, en 1993 apenas significaron 11.5%. Como se aprecia en el cuadro 7 ni las ventas ni los activos aumentaron en términos reales en el período 1990-1993. Antes bien, a precios corrientes se incrementaron a un ritmo menor que la inflación.

Para comprender plenamente el nuevo papel de los consorcios que están en el centro del proceso de crecimiento, se deben incorporar otros segmentos que ocupan un sitio destacado, como las dos grandes empresas públicas (Pemex y la CFE), diversas compañías extranjeras (entre ellas las automovilísticas) y algunas empresas de bebidas (Modelo y Domeq), del comercio de autoservicio y de comunicaciones. La evaluación del comercio exterior permite clarificar el sentido de estas afirmaciones. Las exportaciones de la muestra de "Los Grupos" de *Expansión* en 1993 representaron 8.3% del total exportado, mientras que las del sector automovilístico —el más importante no considerado en *Expansión* por tratarse de corporaciones extranjeras— representaron 17.3%. El hecho es relevante para comenzar a delinear los medios de financiamiento de las empresas.

Antes de abordar esos temas se deben considerar algunos antecedentes. En la década de los setenta, no obstante el mayor creci-

16. La muestra de los grupos de *Expansión* no considera a empresas tan importantes como las de tiendas de autoservicio. Tampoco a aquellas en las que los grupos tienen intereses (por ejemplo, Telmex en relación con el Grupo Carso) ni a otras corporaciones con importante presencia en una rama, como el Grupo Modelo. Todas están entre las empresas más importantes de México, como las ensambladoras de autos. Al integrar un conjunto con estas y otras compañías se apreciará mejor el peso de los consorcios.

miento del PIB—sobre todo en la segunda mitad— las modalidades de reproducción de la economía se mantuvieron, acentuándose la participación de ciertos agentes económicos. No se replantearon las relaciones con el exterior en materia comercial y continuó el mismo tipo de protección a las actividades económicas. Los precios internos crecieron con mayor velocidad (la inflación fue un medio para que algunas empresas financiaran sus actividades) pero sin ajustes mayores en su estructura, quizás con la excepción de los precios de bienes producidos por las empresas paraestatales. La inversión recayó con mayor fuerza en el sector público, incluida la renta que proporcionaba la exportación del petróleo y los recursos provenientes de la contratación de deuda externa. El saldo del decenio de los setenta y hasta 1982 fue, entre otros, un crecimiento que no modificó la matriz industrial del país. Se mantuvo el rezago relativo en la producción de bienes de capital, sobre todo frente a la demanda que implicaba un crecimiento de más de 6% del PIB.

Quedaron inconclusas algunas inversiones en siderurgia y en diversos proyectos con distinto nivel de maduración impulsados por Nafinsa, pero fuertemente concentrados en bienes de capital. Esto significa que la expansión de los grupos, en la mayoría de los casos, se dio en ramas y actividades que no modificaron la estructura industrial. Se utilizó gran cantidad de recursos para financiar compras de activos en operación o ampliar la capacidad de producción en actividades en las que ya participaban los grupos. El mayor esfuerzo de inversión en el sector de bienes de capital correspondió al gobierno. Aún más, los grupos que invirtieron en bienes de capital y otras actividades conexas, por ejemplo siderurgia, eran los financieramente más frágiles hacia 1981.

Hasta antes de 1982 varias de las corporaciones más importantes del país habían multiplicado sus inversiones. Entre los grupos con mayor dinamismo se pueden mencionar los casos de VISA y Alfa. El primero tenía inversiones en turismo, pese a que el núcleo de sus actividades se concentraba en las bebidas. El segundo compró empresas e invirtió sin algún criterio de integración vertical u horizontal, desdibujándose las inversiones en siderurgia que habían sido el centro y origen del grupo. Una situación semejante se presentó en Desc y en los capitales que controlaban Moctezuma, con intereses en tiendas departamentales, banca y minería. Acompañó a estos hechos un rápido endeudamiento externo con la banca privada internacional, pero sin contar con los medios endógenos para generar recursos en moneda extranjera y descansando en la capacidad de contratación del sector público.

Conforme avanzaron la década de los ochenta y la reforma económica, las corporaciones modificaron su estructura y sus inversiones. Varios grupos se desarticulaban, otros se redimensionaron y concentraron sus inversiones en ciertos campos. Estuvo siempre presente el replanteamiento de dos relaciones claves: con el capital extranjero, principalmente estadounidense, y con el Estado, no sólo en la modalidad de las finanzas públicas sino también en términos de la propiedad. Como parte de esas redefiniciones se comenzó a renegociar la deuda exter-



*El desarrollo de las corporaciones está imbricado con el proceso de transformación macroeconómica y con sus obstáculos inherentes. Las más importantes empresas requieren hoy contar con divisas (incluso adquiridas por medios endógenos), realizar inversiones en el exterior, colocar títulos en los mercados internacionales, buscar asociaciones con capitales del exterior. Se está construyendo así el patrón de financiamiento de las corporaciones*

na, incluida la privada. También se gestaron los términos de la expropiación de la banca (considerándose que algunos exbanqueros participaran como propietarios de parte de los títulos de las nuevas sociedades) y el fortalecimiento de las casas de bolsa, vinculado al manejo de la creciente deuda pública interna.

Los flujos financieros del país experimentaron una profunda transformación. Además de lograrse un superávit comercial (indispensable para contar con divisas para el pago del servicio de la deuda, en constante restructuración) y reducirse drásticamente el papel del Estado en el financiamiento de las inversiones, el sector privado trasladó recursos al exterior, no sólo por la vía de la fuga de capitales.

Según el Banco de México, en el período 1983-1988 el sector privado no financiero destinó 12 774 millones de dólares a reducir su deuda externa, lo que explica en parte el flujo neto negativo de recursos crediticios del exterior en ese período.<sup>17</sup> El regreso a los mercados financieros internacionales de los grupos y corporaciones nacionales se produjo hasta los noventa, cuando prácticamente se había liquidado la deuda externa garantizada por el Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (Ficorca). Hasta ese momento puede decirse que los grupos aparecen en el centro del nuevo proceso de inversiones. La obtención de recursos en el exterior pronto constituyó un dato clave, pues no sólo permitía modificar la planta productiva, sino también participar en la propiedad de las empresas públicas y de los bancos nacionalizados.

17. El Banco de México señala que en ese período existió un flujo neto negativo de recursos crediticios del orden de 4 303 millones de dólares. *Informe Anual 1988*, México, 1989, p. 54.

El cambio en la estructura de la propiedad llevó a replantear los circuitos financieros, gestándose una nueva relación entre las corporaciones y el sistema bancario, así como con los mercados financieros internacionales. En varios casos el componente determinante fue que la nueva matriz de las empresas se ubicaba en el exterior. La modificación de la estructura de la propiedad entre los grandes consorcios del país y la compraventa de activos no correspondió, en el período 1982-1988, a un amplio e intenso proceso de nuevas inversiones.<sup>18</sup> En la segunda etapa (de finales de 1989 a la fecha) el signo predominante en las inversiones es la racionalización, no el aumento de la capacidad productiva.

El círculo se cierra al estrecharse las relaciones financieras, comerciales y de capital de los consorcios más importantes del país con capitales del extranjero. Los ejemplos se han multiplicado e incluyen la cesión del control del grupo a los inversionistas foráneos, como en el caso de Gamesa (galletas y pastas). Otros, como las tiendas de autoservicio (Cifra-Aurrerá, Gigante, Comercial Mexicana) y departamentales (Liverpool) formaron empresas en asociación con cadenas comerciales estadounidenses. Por ejemplo, Cifra se asoció en 1991 con Wal-Mart para operar grandes almacenes, como los Club Aurrerá. Los vínculos entre ambas compañías se han fortalecido a tal punto que, en 1994, construyeron en el país más de 30 unidades de la

18. Esto no niega que diversas empresas hayan realizado inversiones, como las de la industria automovilística terminal. Son importantes también las efectuadas por algunas empresas petroquímicas y por la principal cementera del país, Cemex. Se pueden mencionar igualmente algunas compañías del sector turismo pero, como en las anteriores, el fenómeno es más significativo hacia el final de los ochenta.



cadena, en la que participan como socios al 50%. Otra variante es la venta de activos del grupo a capitales extranjeros, para hacer frente a las deudas contraídas por la adquisición de los bancos. En esas condiciones FEMSA se restructuró, en asociación con Coca Cola y la Pepsi Cola estableció alianzas similares con otras compañías embotelladoras.

En el caso de la telefonía se encuentran las asociaciones de Banamex y MCI y de Bancomer, VISA y GTE para competir en los mercados de larga distancia. Grupos como SIDEK han desplegado una amplia estrategia de asociaciones, que contribuyeron al importante crecimiento alcanzado en los últimos años.

Las adquisiciones y alianzas también se han realizado en territorio estadounidense. Se pueden mencionar la compra de Anchor Glass por Vitro y la de algunas cementeras de ese país por Cemex; los convenios entre algunos hoteles de la frontera sur de Estados Unidos y de California y el Grupo Posadas; las inversiones en proyectos turísticos, marinas y otros desarrollos inmobiliarios; la compra de bancos regionales por los grandes intermediarios financieros del país o de casas de bolsa en el mercado neoyorquino; la postura de inversionistas mexicanos para la adquisición del Westin Hotel, y la compra de Del Monte Fresh Products. Empresas como Bimbo consideran que para hacer frente a la competencia foránea en territorio nacional deben invertir en el exterior. Televisa vincula su permanencia y expansión a su posicionamiento en los mercados externos, en particular Estados Unidos. Los principales competidores de esta última, Televisión Azteca y Multivisión, han celebrado acuerdos en el mismo sentido.

La deslocalización es un signo que caracteriza a estos grupos; sin embargo, como en el caso de las asociaciones con capital extranjero, simultáneamente se han acentuado los procesos de integración horizontal y vertical de los consorcios. Grupos como Desc, que en la segunda mitad de los setenta alcanzó una gran diversificación, actualmente concentra recursos en pocas actividades, en particular mediante adquisiciones para fortalecer su giro en empresas huleras y de autopartes.

Para identificar los medios de financiamiento de las corporaciones se debe reconocer la creciente presencia del capital extranjero en múltiples empresas. El vínculo con Coca Cola influye en el desempeño global de la controladora FEMSA, como sucede con las más importantes tiendas departamentales y de autoservicio. La restructuración de FEMSA significó un cambio en el consorcio VISA, cuyos principales accionistas destinaron recursos para adquirir Bancomer. En Cifra, la asociación con Wal-Mart provocó una transformación en todos los campos, incluyendo su forma de operar. Así, en varios casos las nuevas inversiones se realizan integrando recursos con los socios extranjeros, pero a partir de mecanismos que fortalecen a éstos.

La obtención de recursos mediante la ampliación del comercio exterior debe relativizarse. Los captados por Cemex, Maseca o



*El cambio en la estructura de la propiedad llevó a replantear los circuitos financieros, gestándose una nueva relación entre las corporaciones y el sistema bancario*

Vitro en nichos del mercado exterior no se explican únicamente por la producción realizada en territorio nacional. Como se señaló, esas compañías han deslocalizado inversiones y una parte de sus recursos proviene de nuevas inversiones en otros países. Ello no afecta necesariamente los flujos comerciales del país. Para empresas como éstas, endeudarse en moneda extranjera tiene un significado distinto en tanto cuentan con medios endógenos para obtener divisas. Éste puede ser también el caso de empresas que se han asociado con capitales del exterior.

El análisis de los grupos de *Expansión* indica que de 1990 a 1993 su aporte positivo en materia de comercio exterior fue mínimo y decreciente; en 1993 fue casi inexistente (véase el cuadro 7). Es una situación semejante a la de la industria automovilística. La concentración en pocas empresas de las exportaciones y la destacada participación de algunas de ellas también como importadoras, relativiza el crecimiento de las ventas externas como medio para financiar un proceso de inversiones que reclama un alto componente importado, indispensable para hacer frente a la competencia en mercados abiertos.

Como se señaló, una de las condiciones de financiamiento de las corporaciones es el endeudamiento en moneda extranjera. La muestra de *Expansión* sobre los grupos lo confirma: los pasivos, principalmente con el exterior, presentan un crecimiento real positivo (véase el cuadro 7). El cuadro 8 ilustra el endeudamiento externo de algunas de las empresas más importantes del país. Varias han participado intensamente en el proceso de adquisiciones, otras han cambiado de dueño, pero en ambos casos el monto de los pasivos se vincula a esas operaciones.

C U A D R O 8

## OBLIGACIONES DE LAS EMPRESAS MEXICANAS MÁS IMPORTANTES

Empresa	1993 <sup>a</sup>		1993 <sup>b</sup>	1994 <sup>c</sup>	
	En moneda extranjera	Totales	En moneda extranjera totales	Obligaciones totales Activos	Deuda a largo plazo Obligaciones totales
Aeroméxico	4 518	6 287	71.9	98.0	38.4
Apasco	860	1 077	79.9	28.8	76.9
Argos	69	349	19.8	44.5	57.4
Bevides	79	332	23.8	41.3	3.3
Cifra	—	2 923	—	22.5	—
Comerci	509	1 894	26.9	42.9	21.8
Dina <sup>1</sup>	870	995	87.4	50.5	0.3
FEMSA	2 314	4 008	57.7	13.2	0.0
GCARSO	1 692	6 033	28.0	33.3	37.4
Gigante	286	2 434	11.8	42.4	34.5
ICA	2 687	5 721	47.0	57.5	45.5
Kimberly	997	1 401	71.2	36.1	49.4
Liverpool	777	1 090	71.3	23.3	36.1
Maseca	13	614	2.1	34.3	57.8
Sidek	2 768	3 888	71.2	53.5	65.8
Televisa	3 012	6 795	44.3	62.3	42.7
Telmex	6 565	15 853	41.4	27.7	39.9
Ttolmex	1 374	1 891	72.7	22.8	67.2
Vitro	5 732	9 638	59.5	57.5	73.6
Total <sup>f</sup>	35 122	73 223			

1. Datos de 1994 son a marzo. a. Al 31 de diciembre de 1993; millones de nuevos pesos. b. Al 31 de diciembre de 1993; porcentajes. c. Al 30 de junio de 1994. Fuente: Elaborado con datos de Goldman & Sachs, *Mexico Research*, 25 de mayo de 1994 y 1 de septiembre de 1994.

Consortios como Sidek, Vitro, Cemex, Televisa, ICA, VISA-Femsa o Aeroméxico son de los mayores colocadores de obligaciones en moneda extranjera. También destacan en la compra de activos, lo cual revela el criterio racionalizador del proceso de inversiones. Por lo anterior se ha hecho necesario que los intermediarios financieros operen recursos en moneda extranjera, como único medio para aumentar su participación en el financiamiento de las corporaciones, donde ha crecido la competencia del exterior. La colocación externa de títulos por parte de compañías mexicanas impulsa la participación de la banca y de otros intermediarios en los mercados internacionales, pero ello requiere certidumbre en el movimiento del tipo de cambio y subordina la tasa de interés interna a las fluctuaciones en el mercado estadounidense.

## Conclusión

Diversos elementos han actuado en la transformación de los consorcios; los más importantes son los siguientes: a) la descolocación de inversiones para hacer frente a competidores externos y del país; b) la especialización productiva tanto de las empresas nacionales como de las extranjeras, lo que ha entrañado aumentos de las exportaciones, pero también de las importaciones; c) la sustitución de partes de la planta industrial y de activos fijos, lo cual también provocó aumentos de las importaciones;

d) la compra de empresas, la modificación de inversiones y la restructuración de pasivos, que en conjunto reclaman montos importantes de recursos financieros a tasas lo más bajas posible, y e) la colocación de acciones, bonos y títulos en los mercados internacionales. Todo ello forma parte de la realidad macroeconómica del país, contribuye a gestar el nuevo tipo de déficit comercial e influye en las tasas de interés. Los cambios en los consorcios explican parte de los recursos obtenidos en los mercados financieros externos, de manera que su permanencia requiere certidumbre en el tipo de cambio. Los recursos del exterior que se colocan en títulos de deuda pública exigen un rendimiento superior al del mercado estadounidense, que además minimice el riesgo cambiario.

De esta forma, el desarrollo de las corporaciones está imbricado con el proceso de transformación macroeconómica y con sus obstáculos inherentes. Las más importantes empresas requieren hoy contar con divisas (incluso adquiridas por medios endógenos), realizar inversiones en el exterior, colocar títulos en los mercados internacionales, buscar asociaciones con capitales del exterior. Se está construyendo así el patrón de financiamiento de las corporaciones. Los factores determinantes de este proceso se ubican sin duda en la economía estadounidense, espacio desde el cual se están tomando decisiones de inversión que repercuten en México. 📍