

IX

INVERSIÓN, DEUDA Y EMPRESAS:
PROCESO DE FINANCIARIZACIÓN EN MÉXICO

Teresa López y Jorge Bustamante

RESUMEN

La inversión es una variable clave en el funcionamiento de la economía, pues determina la capacidad de producción futura de un país. De ahí la aplicación de medidas tendentes a estimular la rentabilidad de las empresas, como las exenciones fiscales para estimular a las empresas a adquirir nuevo equipo, ya sea para reponer el obsoleto o para aumentar su capacidad productiva o bien por ambos motivos. Bajo esta perspectiva, este trabajo analiza la relación existente entre la estructura financiera de las empresas y la inversión en México. Para ello los autores presentan un modelo econométrico basado en datos de panel de una muestra representativa de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

Palabras clave: empresas deuda, gestión de la deuda, política monetaria.

INVESTMENT, DEBT AND COMPANIES:
THE PROCESS OF FINANCIALIZATION IN MEXICO

ABSTRACT

Investment is a key variable in the workings of an economy as it determines the future production capacity of a country. Thus, measures to stimulate business profitability are implemented, such as tax exemptions to encourage businesses to hire new people, either to replace old workers, increase productive capacity, or for both reasons. Based on this perspective, this work analyzes the existing relationship between companies' financial structures and investment in Mexico. The authors present an econometric model based on panel data taken from a representative sample of companies listed on the Mexican Stock Exchange (Bolsa Mexicana de Valores).

Key words: business debt, debt management, monetary policy.

INTRODUCCIÓN

La inversión es una variable clave en el funcionamiento de la economía, no sólo porque sus fluctuaciones afectan directamente la actividad económica, sino también y, sobre todo, porque determina la capacidad de producción futura de un país. Bajo esta perspectiva, y considerando que la inflación afecta las decisiones de inversión y la maduración de los proyectos en proceso, pareciera justificable que se apliquen políticas anti-inflacionarias basadas en la contracción de la demanda agregada. Así mismo pareciera congruente la instrumentación de políticas de desregulación de la economía, en particular del sector financiero y externo, porque, según los defensores de dichas políticas, mediante éstas se propicia la competencia en los mercados y, en consecuencia, se reducen las presiones inflacionarias y se mantiene la estabilidad monetaria. En general, se sostiene que este tipo de políticas contribuye a la formación de expectativas positivas que estimulan la inversión y, por tanto, el crecimiento económico estable y sostenido (Bernanke y Mishkin, 1997). En el mismo sentido se ha justificado la aplicación de medidas fiscales tendientes a elevar la rentabilidad de las empresas, como las exenciones fiscales o la reducción o eliminación de impuestos, porque se supone éstas alientan la adquisición de nuevo equipo, ya sea para reponer el equipo obsoleto y/o para aumentar su capacidad productiva. Además de la aplicación de políticas de ajuste y estabilización macroeconómica, los enfoques convencionales establecen como condición necesaria para alcanzar la estabilidad monetaria, el equilibrio en las finanzas públicas porque se argumenta que el déficit público es una fuente generadora de presiones inflacionarias.

Al respecto, cabe señalar que los resultados de investigaciones empíricas debilitan y ponen en entredicho los supuestos efectos positivos de las políticas de ajuste y estabilización macroeconómica sobre la inversión y el crecimiento económico. Algunas investigaciones para algunas economías europeas hablan sobre que no existe evidencia contundente que demuestre una relación inversa entre la inversión y el déficit público, tampoco se ha demostrado que el déficit público afecte de manera negativa el financiamiento de las empresas (Arestis, Goodwin y Sawyer, 2007). Otros resultados de investigaciones sobre los efectos de las restricciones financieras en las decisiones de inversión de las empresas (Fazzari y Athey, 1987; Fazzari, Hubbard y Petersen, 1988; Colomiris y Hubbard, 1990; Hubbard, Kashyap y Whited, 1995), indican que la tasa de interés no es el único ni el determinante más importante de la inversión; porque factores como el flujo de caja, las ganancias y el nivel del producto tienen efectos directos y más elevados sobre la inversión. En la misma dirección apuntan los resultados de otros trabajos empíricos (Mato, 1989), que indican que el efecto de la tasa de interés sobre la demanda de financiamiento

de las empresas es indirecto, porque su impacto dependerá de la estructura de la deuda de las empresas, pues ésta determina el costo medio de los recursos ajenos.

Bajo una perspectiva heterodoxa, el objetivo de este trabajo es analizar el efecto de la tasa de interés sobre la inversión de las empresas a través de la estructura de su deuda, para el caso de México. Para ello, se construyó un modelo econométrico basado en datos de panel de una muestra representativa de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Con este análisis esperamos confirmar que el efecto de la tasa de interés sobre la inversión es indirecto, porque su magnitud depende de la estructura de la deuda de las empresas. El estudio se sostiene en tres hipótesis. La primera afirma que en mercados financieros imperfectos, esto es, en presencia de información asimétrica e incertidumbre, la información incompleta sobre la calidad de los prestatarios conduce a los oferentes de fondos a imponer restricciones cuantitativas a la demanda de financiamiento de las empresas. Un indicador de ello, es el hecho de que las tasas de interés no se ajustan a las condiciones económico-financieras de cada empresa. En este caso, las variables financieras impactan de forma indirecta a la inversión; el efecto será directo si las variaciones en la tasa de interés afectan el precio de mercado de los bienes de capital (costo del capital fijo). No obstante, en ambos casos las variables financieras afectan el ciclo de las variables reales, pero su magnitud dependerá de la estructura de la deuda y del impacto en el costo del capital fijo. La segunda hipótesis afirma que el efecto de la tasa de interés sobre la demanda de recursos externos de las empresas dependerá de su estructura de financiamiento, porque el costo medio de los recursos ajenos está determinado por dicha estructura. Por tanto, es altamente probable que las grandes empresas, según el volumen de sus activos, mantengan una relación inversa entre el coeficiente de endeudamiento ($\text{Recursos externos/Patrimonio neto}$) y el costo medio de los recursos ajenos ($\text{Gastos financieros/Recursos ajenos}$). Además, la relación entre la tasa de interés y la demanda de financiamiento de las empresas también dependerá de la composición del endeudamiento por plazos y por tipo de pasivos (préstamos, bonos, obligaciones, proveedores, etcétera). Si ello es así, es posible que las grandes empresas sean las más endeudadas a un plazo medio superior y, sin embargo, logren mantener el costo medio de la deuda más bajo, dada su menor dependencia de los préstamos bancarios. De ello se desprende que los fondos internos son buenos predictores empíricos de la inversión, pues en presencia de mercados financieros imperfectos con asimetrías en la información, el incremento de la inversión para ajustar el stock de capital existente al deseado dependerá de la capacidad de autofinanciamiento de las empresas. En otras palabras, son beneficios pasados de las empresas las que limitan el financiamiento de los proyectos de inversión, dado el costo del financiamiento. Debemos señalar que estamos suponiendo que las empresas toman sus decisiones de inversión con

base en la demanda esperada, siguiendo el comportamiento pasado de la demanda efectiva de sus productos. Ello implica que las decisiones de inversión y, por tanto, el nivel de producción de las empresas están determinados por la demanda efectiva de su producto, cuyo indicador empírico es el valor de las ventas. Éstas a su vez determinan las ganancias de la empresa y, por tanto, los recursos internos que las empresas destinen para el autofinanciamiento de sus decisiones de inversión. La tercera hipótesis, ligada a las dos anteriores, sostiene que ante la alta volatilidad de las tasas de interés y la variedad de opciones de inversión en activos financieros que devengan mayores rendimientos en el corto plazo, las empresas han incrementado sus inversiones en este tipo de instrumentos en detrimento de la inversión productiva. Ello se refleja en una relación inversa entre la inversión de las empresas y las ganancias financieras.

El trabajo se estructura en tres secciones. Después de esta introducción, en la primera y segunda se exponen las tesis centrales de los enfoques nekeynesiano y poskeynesiano, respectivamente, sobre los mercados financieros y la relación entre los factores financieros y la inversión. En la tercera sección se presentan los resultados de un modelo de panel para México, donde se analiza el comportamiento de la estructura de la deuda de las grandes empresas que cotizan en la Bolsa de Valores. Finalmente, se presentan algunas conclusiones.

FINANCIAMIENTO A LA INVERSIÓN.

ASIMETRÍAS EN LA INFORMACIÓN Y RACIONAMIENTO DEL CRÉDITO

En un contexto internacional marcado por la creciente volatilidad y fragilidad financiera que se venía registrando desde finales de la década de los setenta, que se agravó en los primeros años de la década de los ochenta, con la crisis de la deuda externa que se registró en México y las principales economías latinoamericanas, se realizaron investigaciones empíricas cuyos resultados dejaron ver las inconsistencias teóricas del teorema de la irrelevancia financiera, que sostiene que los factores financieros no influyen en las decisiones de inversión real de las empresas, planteada por [Modigliani y Miller] (1958). Estos trabajos teóricos se desarrollaron en dos direcciones. Por un lado, investigaciones a nivel microeconómico (Bernanke, 1983; Bernanke y Gertler, 1989; Greenwald y Stiglitz, 1990 y 1998) para analizar los efectos de las variables financieras en las decisiones de inversión de las empresas. Por el otro, se hicieron investigaciones a nivel macroeconómico para identificar las causas y efectos de las crisis financieras (Greenwald, Stiglitz y Weiss y 1984; Stiglitz y Weiss, 1981, 1992).

Teorema de la irrelevancia financiera y el mercado financiero perfecto

La mayoría de los trabajos empíricos sobre la relación entre la inversión y las variables financieras, que se realizaron durante las décadas de los años sesenta y setenta, y en menor medida durante la década de los años ochenta, asumieron el marco teórico de los mercados financieros perfectos construido por Modigliani y Miller (1958). Bajo este supuesto, los fondos internos y externos son sustitutos perfectos para las empresas; además, no existen límites al endeudamiento de las mismas. Esto último, implica que todas las empresas pueden obtener siempre el volumen de financiamiento que requieren o desean, para poner en marcha sus planes de inversión. En el caso de que los fondos internos de las empresas no sean suficientes para emprender un proyecto de inversión, éstas pueden obtener financiamiento externo al mismo costo y en la cantidad requerida, independientemente de la posición de su balance financiero. Entre estos trabajos se ubican los de Fama (1974) y Chowdhury y Miles (1987), cuyo objetivo fue cuantificar los efectos de la política de financiamiento sobre los dividendos de las empresas. De manera excepcional se realizaron estudios sobre los efectos simultáneos de la inversión, el financiamiento externo y los dividendos de las empresas; uno de estos estudios fue el de Dhrymes y Kurz (1967).

A finales de la década de los ochenta, se publicaron resultados de investigaciones empíricas que incluyeron de forma explícita las restricciones financieras en las decisiones de inversión de las empresas (Fazzari y Athey, 1987; Fazzari, Hubbard y Petersen, 1988). Estos trabajos se desarrollaron en el marco teórico neokeynesiano, que supone mercados financieros imperfectos debido a la existencia de información asimétrica, la cual conduce a los bancos a racionar su oferta de crédito. Asimismo, que las ganancias y la existencia de colaterales (como indicador de la capacidad de pago de los compromisos financieros) son buenos “indicadores de la calidad” de los solicitantes de crédito; de tal forma que a los solicitantes que tienen bajo o nulo valor de colaterales se les racionará el crédito. Entre los resultados de estos trabajos, sobresale el que indica que la tasa de interés tiene escasa significancia en la determinación de la inversión, en tanto que otras variables, como la tasa de retorno, volumen de venta y las ganancias, registran una mayor significancia.

Este resultado puede deberse a varias causas. Una que nos parece importante resaltar es el hecho de que en presencia de mercados de capitales imperfectos, la tasa de interés afecta de distinta forma a la inversión, ya que su impacto dependerá de la estructura de la deuda o fuentes de financiamiento (préstamos, bonos, obligaciones, proveedores, etcétera) de las empresas; porque el costo de

financiamiento de la inversión al que se enfrentan las empresas estará determinado por su situación financiera. En otras palabras, los costos financieros no son independientes de la situación financiera de las empresas. Si descartamos los problemas de método,¹ esta causa debe resaltarse porque nos permite analizar los efectos de las imperfecciones de los mercados financieros sobre la relación tasa de interés, estructura de financiamiento y decisión de inversión de las empresas, la cual había sido ignorada en la mayoría de los trabajos empíricos que se realizaron hasta la década de los ochenta.

MERCADOS FINANCIEROS IMPERFECTOS Y RACIONAMIENTO DEL CRÉDITO. ASIMETRÍAS EN LA INFORMACIÓN Y ADVERSIÓN AL RIESGO

El cuestionamiento al teorema de la irrelevancia financiera y la creciente fragilidad financiera que se venía registrando desde finales de la década de los ochenta, alentaron el desarrollo de explicaciones teóricas que incluyeron los factores financieros, en específico el crédito y la estructura de la deuda de las empresas, para explicar a nivel microeconómico los efectos de las variables financieras en las decisiones de inversión de las firmas (Bernanke, 1983). Paralelamente, se realizaron estudios a nivel macroeconómico que reabrieron la controversia sobre las causas y efectos de las crisis financieras; en este caso, se ubican los trabajos realizados por los nekeynesianos en cuyos modelos se introdujo el crédito, mediante la incorporación del supuesto de existencia de asimetrías en la información en los mercados financieros (Bernanke y Gertler, 1990; Hubbard, 1990; Allen y Gale, 2001). Estos estudios han seguido dos líneas de investigación. Una se ha concretado a analizar la relación que guardan las asimetrías en la información con el financiamiento interno y las decisiones de inversión de las empresas, manteniendo constantes las oportunidades de inversión. La segunda línea estudia los efectos de la estructura de la deuda o patrones de financiamiento sobre el control operativo de las firmas. Esta corriente sostiene que, ante la existencia de información asimétrica, las ganancias y el valor de los colaterales son tomados por lo bancos como indicadores de la calidad de pago de las empresas demandantes de fondos.

¹ Una causa está relacionada con problemas de método, ya que en muchos modelos se mide la relación entre la tasa de interés y la inversión utilizando series temporales, lo que generalmente implica estimar una relación de comportamiento con un nivel de agregación distinto al que se formula teóricamente.

Dado que ambas vertientes se desarrollan en el marco de la teoría neokeynesiana, asumen que cada proyecto de inversión potencial tiene una función de probabilidad de flujos de retornos objetiva y conocida por los inversionistas. De la misma forma, cada proyecto tiene asociado un nivel de rentabilidad y de riesgo representado por la función de probabilidad asociada a él. Los inversionistas conocen esta función porque se especializan en invertir; por su parte, los bancos se especializan en prestar para financiar proyectos de inversión, pero como éstos no desarrollan proyectos de inversión ni tampoco invierten en ellos, no conocen la función de probabilidad de retorno de cada proyecto de inversión. Según este argumento, lo único que saben los bancos es que no les conviene aumentar la tasa de interés, ya que ello eleva el riesgo de los proyectos de inversión debido a los problemas de selección adversa y riesgo moral (Stiglitz y Weiss, 1981). De modo que, ante un incremento en la tasa de interés los solicitantes de crédito más prudentes serán los primeros en retirar su solicitud, mientras que los inversionistas menos prudentes mantendrán su intención de contraer una deuda bancaria. Además, a medida que aumenta la tasa de interés, este tipo de inversionistas se comportará de manera más especulativa. En este marco, los aumentos en la tasa de interés generan inestabilidad en el sistema financiero porque fomenta el financiamiento especulativo, mediante la selección adversa (originada por la asimetría en la información) de los inversionistas que tienen acceso al crédito bancario.

Los efectos de la selección adversa y el riesgo moral se basan en el supuesto de la existencia de inversionistas neutrales al riesgo. De acuerdo con el enfoque neokeynesiano, este tipo de inversionistas no tiene costos de bancarota porque si su proyecto de inversión fracasa, los inversionistas sólo dejan de percibir los retornos esperados. En cambio, los bancos asumen las mayores pérdidas; de ahí que los incrementos en la tasa de interés afecten más a éstos, pues aunque un incremento en la tasa de interés supone un incremento en las promesas de pago de intereses por cada préstamo realizado, la probabilidad de que dichas promesas se concreten es menor. Por otro lado, dado que los bancos no pueden fijar diferentes tasas de interés a los inversionistas debido a que no cuentan con la información confiable que les permita distinguir entre deudores buenos de bajo riesgo y deudores malos de alto riesgo, los bancos optan por racionar el crédito a algunos demandantes.

En la primera línea de investigación, que analiza las implicaciones de las asimetrías de información sobre los costos de financiamiento interno y externo de las empresas, se ubican los trabajos de Fazzari, Hubbard y Petersen (1988) y Fazzari y Petersen (1993) cuyos resultados muestran que cuando existen imperfecciones de información, las empresas jerarquizan los medios de financia-

miento prefiriendo los fondos internos por ser menos costosos que los externos. Además, como los bancos no pueden aplicar la discriminación de precios entre deudores de bajo riesgo y deudores de alto riesgo, algunos inversionistas se verán afectados por el racionamiento del crédito. Calomiris y Hubbard (1990) ampliaron este análisis con la introducción del supuesto de que los inversionistas tienen diferentes niveles de fondos internos; lo que les condujo a la conclusión de que, ante la imposibilidad para reconocer cuáles proyectos de inversión son buenos y cuáles no, los bancos tomaran sus decisiones de otorgar o no los préstamos basados en el nivel de garantías (fondos internos y colaterales) de los demandantes de crédito. Ante aumentos en la tasa de interés, los bancos sólo prestarán a los inversionistas que cuentan con los mayores fondos internos, pues éstos son garantía de los contratos de deuda. De esta forma, algunos proyectos de inversión prudentes, en el sentido de que potencialmente podrían generar buenos resultados, no se les otorgara financiamiento debido a que sus fondos internos son menores comparados con los de otros inversionistas demandantes de crédito.

En esta misma línea de análisis, pero a nivel macroeconómico, se ubican los trabajos de Stiglitz y Weiss (1981) y Greenwald y Stiglitz (1990) que sostienen que en presencia de selección adversa y riesgo moral, existe equilibrio del mercado financiero con racionamiento del crédito. Este argumento ha sido utilizado por los nekeynesianos y nuevos monetaristas para explicar la gestación de las crisis financieras por la vía del canal del crédito. De acuerdo con estos enfoques, las imperfecciones en los mercados de crédito operan a través del valor neto de las empresas (que actúa como colateral del préstamo). La existencia de una relación inversa entre la riqueza de los prestatarios potenciales y los costos de agencia, implica que los bancos carguen una prima para cubrir los costos de vigilancia, monitoreo y transacción, menor cuanto menor sea el valor de la empresa, y viceversa. Por tanto, la instrumentación de una política monetaria restrictiva basada en aumentos en la tasa de interés, afectará el precio de los activos (a través del mecanismo de deflación de la deuda) y al efectivo de la empresa (por la vía del acelerador financiero), que afecta el valor neto de las empresas (Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1998). El deterioro del balance de las empresas y la menor oferta de crédito disminuye el gasto privado (inversión y consumo) y, con ello, la demanda agregada a corto plazo. Ello puede afectar la oferta agregada en el largo plazo, en la medida que inhiba la formación de capital y reduzca el capital de trabajo (Bernanke y Gertler, 2000: 9).

En consecuencia, los problemas de información asimétrica y riesgo moral, aunados al carácter pro-cíclico de los fondos internos de las empresas, van gestando inestabilidad financiera que termina por convertirse en crisis. La brusca

reducción del crédito en las recesiones económicas, justo cuando los flujos de retornos empiezan a ser inferiores a los esperados y, por ello, las empresas requieren con mayor urgencia del refinanciamiento, les resulta difícil acceder al crédito porque los bancos lo restringen. Las condiciones están dadas para que inicie la depresión económica y los procesos de deflación del precio de los activos financieros.

La segunda línea de investigación analiza la relación entre los patrones de financiamiento de las empresas y el control operativo de las mismas, así como los efectos del racionamiento del crédito. En estos trabajos se pone énfasis en los efectos desestabilizadores que generan los bancos como intermediarios financieros y la necesidad de establecer mecanismos de regulación y control sobre el otorgamiento de crédito, pues se sostiene que el riesgo moral y la selección adversa impiden que la oferta y demanda de crédito se igualen (Stiglitz y Weiss, 1981; Ordovery y Weisse, 1981). En estos trabajos se llega a la conclusión de que deben aplicarse medidas de control y supervisión sobre el mercado de crédito, para evitar que se otorgue excesivo crédito a prestatarios de alto riesgo y que los bancos recurran a un excesivo racionamiento del crédito. Concretamente, se recomienda establecer leyes contra la usura de los bancos, imponer límites superiores a las tasas de interés y obligar a los bancos a prestar a todos a cualquier tasa de interés.

Esta línea de análisis asume que los bancos son simples intermediarios financieros, esto es, que se especializan en tomar prestado de pequeños ahorradores individuales, para posteriormente prestar grandes volúmenes de recursos. Asimismo, se supone que a través de la función de intermediación, los bancos disminuyen los costos de financiamiento de los grandes proyectos de inversión. De ahí que, esta visión neokeynesiana recomiende que los bancos establezcan mecanismos de control y monitoreo sobre sus deudores, para asegurarse de otorgar el volumen adecuado y suficiente de crédito a las empresas, evitando así un apalancamiento excesivo. Además, se sostiene que los costos de financiamiento serán menores en relación a los rendimientos de los proyectos de inversión, a pesar de que los bancos cargarán a las empresas una prima por los costos de agencia. En otras palabras, los bancos privados no se comportan de forma especulativa y, por tanto, no incrementarán el crédito más allá de límites riesgosos, y cobrarán tasas de interés adecuadas a los rendimientos de los proyectos de inversión que financian. En consecuencia, no se generarán burbujas crediticias ni se suscitarn conflictos distributivos entre el banquero y el empresario.

Si atendemos a las causas que dieron origen a las crisis financieras de la década de los noventa y a la actual crisis (2007-2008) del sector hipotecario de los Estados Unidos, esta visión es insostenible, pues la inestabilidad financiera que

les antecedió fue generada precisamente por el carácter altamente especulativo de los intermediarios financieros y el crecimiento extraordinario del crédito que incluyó a prestatarios de dudosa solvencia económica.

Enfoque poskeynesiano sobre la relación tasa de interés y financiamiento de las empresas

El enfoque neokeynesiano marca un distanciamiento de los modelos de mercados financieros perfectos postulados por Modigliani y Miller (1958), al reconocer que los factores financieros afectan en el corto plazo las decisiones reales de inversión de las firmas; ello implica el rechazo del principio de la súper neutralidad del dinero. No obstante esta importante diferencia, sigue conservando algunos supuestos y argumentos que limitan su análisis sobre las crisis financieras, en general y, sobre la relación crédito, inversión y tasa de interés, en particular. Uno de éstos es la tesis del ahorro previo o ex-ante, desarrollado por el enfoque neoclásico, que sostiene que los bancos privados son simples intermediarios financieros que captan fondos, para posteriormente colocarlos entre los inversionistas. Esta tesis ha sido refutada por la evidencia empírica que muestra que los bancos históricamente han sido creadores de dinero (Chick, 1993; Wray, 1990), y que dicha capacidad se ha desarrollado con las innovaciones tecnológicas en el sector financiero (Guttman, 2003). El segundo supuesto es el referente al carácter cuantitativamente medible de la aversión al riesgo, que se reduce a un problema de acceso a la información que existe, pero que está disponible de forma desigual para los agentes económicos. Esta visión deja de lado el principio de la incertidumbre de Keynes, factor fundamental en las variaciones de la tasa de interés y formación de las expectativas de los inversionistas y, en consecuencia, en las decisiones de inversión. Recordemos que, para los neokeynesianos, la aversión al riesgo se deriva de la existencia de asimetrías en la información; y ambos, al conducir a la selección adversa de los proyectos de inversión, originan que los banqueros racionen el crédito.

Carácter endógeno del dinero y presencia de incertidumbre

Para el enfoque poskeynesiano el dinero es endógeno, en el sentido de que la práctica bancaria ha demostrado que a nivel agregado, el crédito precede a los depósitos; es decir, los bancos otorgan el crédito demandado por los inversionistas y, posteriormente se proveen de reservas (Deleplace y Nell, 1996). Ello

implica que el ahorro es *ex-post* a la inversión y, por tanto, que esta última, está determinada por el ingreso, más concretamente por el nivel de las ganancias. En tanto que el ahorro es la parte residual del ingreso, después de descontar el consumo, dada la propensión a consumir.

Los poskeynesianos desarrollaron dos teorías para explicar el mecanismo a través del cual los banqueros obtienen reservas.² La primera, desarrollada por Moore (1988) y denominada como el enfoque horizontalista de la endogeneidad del dinero afirma que el banco central, en su función de prestamista de última instancia, y dadas las presiones económicas y políticas para que cumpla dicha función, siempre satisface (se acomoda) a las necesidades de reservas de los bancos privados. De acuerdo con esta vertiente, el banco central fija la tasa de interés y los bancos comerciales pueden obtener todas las reservas que deseen a dicha tasa. Este enfoque presenta problemas para explicar el comportamiento procíclico de la tasa de interés, ya que sostiene que el dinero es completamente endógeno, es decir, independiente de las etapas del ciclo económico.

El segundo enfoque, encabezado por los trabajos de Minsky [(1957a, 1957b, 1975, 1982)] y Pollin (1991), conocido como la visión verticalista, sostiene que el banco central puede decidir no satisfacer la demanda de recursos de los bancos, debido a que tiene que cumplir su objetivo de estabilidad de precios; es decir, puede no asumir una posición acomodaticia. Si el banco central adopta esta postura, los bancos comerciales pueden optar por fondearse en el mercado de dinero y/o recurrir a las innovaciones financieras; sin embargo, ambos mecanismos elevarán la tasa de interés de mercado. En el primer caso, porque la tasa de interés interbancaria que se determina en el mercado monetario, depende en última instancia del grado de liquidez del sistema. En el segundo caso, porque las innovaciones financieras elevan los costos de intermediación, debido a que el desarrollo de innovaciones implica, por lo general transferencias de fondos de pasivos con altos requerimientos de reservas y bajo costo hacia pasivos de bajo requerimiento de reservas y alto costo (Sherman, 1991).

Dado que para el enfoque verticalista, un incremento de dinero en el sistema económico supone una demanda previa de crédito bancario si el banco central quisiera controlar la creación de dinero bancario y, por tanto, la expansión del crédito, tendría que elevar la tasa de interés. Ahora bien, la autoridad monetaria no puede realizar la operación contraria, es decir, expandir el crédito mediante

² Los desarrollos teóricos más recientes dejan ver que el debate entre las corrientes horizontalistas y verticalistas ha sido superado al interior de la escuela poskeynesiana. En opinión del propio Moore (2001: 4) dicha discusión fue una verdadera "tormenta en un vaso de agua".

la reducción de la tasa de interés pues la entrada de dinero a la economía supone una demanda previa de crédito. Esta visión poskeynesiana resulta interesante porque es compatible con la tesis de la restricción del crédito y con el comportamiento procíclico de la tasa de interés.

Para el enfoque poskeynesiano, a diferencia del enfoque neokeynesiano, los agentes económicos toman sus decisiones en un ambiente de incertidumbre que hace imposible conocer todos los resultados posibles de las decisiones económicas en el tiempo. En otras palabras, no se pueden calcular funciones de distribución de probabilidad objetivas en el momento de tomar las decisiones de inversión y, por ende, los resultados del proceso de inversión pueden no coincidir con los esperados por los inversionistas ya que no existe una noción de equilibrio que garantice el cumplimiento de las expectativas empresariales. En un mundo incierto, la formación de expectativas motiva y guía el desempeño económico de los individuos, y éstas adquieren una dinámica propia porque están influidas por el ambiente institucional y el comportamiento pasado (Lavoie, 1992).

Decisiones de inversión y financiamiento bancario

De acuerdo con el enfoque poskeynesiano, el capitalismo es una economía monetaria de producción, en la que el dinero cumple la función clave de conectar la esfera monetaria con la economía real a través del financiamiento de la producción, por tanto, para que la decisión de inversión se lleve a cabo debe ser financiada. Desde un punto de vista individual, algunas empresas pueden financiar sus decisiones de inversión con fondos internos; en este caso, dichos fondos son importantes no sólo porque constituyen una fuente de financiamiento de las empresas, sino también porque contienen información sobre el comportamiento pasado de los negocios y la validación de las expectativas empresariales. A nivel agregado, el crecimiento económico requiere necesariamente de un gasto deficitario neto, el cual sólo puede ser financiado mediante la creación de dinero (Parguez y Seccareccia, 2000; Arenas, 1996).

En la *Teoría General*, Keynes asume que la inversión está determinada por la relación entre la eficacia marginal del capital y la tasa de interés. Si la primera excede a la segunda, las nuevas inversiones se realizarán, pero si la tasa de interés es mayor a la eficiencia marginal del capital no se llevan a cabo nuevas inversiones. A estos determinantes de la inversión, Minsky (1975) incorpora dos más, la valuación de las empresas en el mercado financiero y el precio de oferta de los bienes de capital. La primera se basa en la valuación de los activos de capital que posee la empresa, dicha valuación se ve influida indirectamente por la oferta

monetaria, debido a que las variaciones en ésta afectan el nivel de la tasa de interés. Si esta valoración excede al precio de oferta de los bienes de capital (precio que demanda el productor para seguir en el ramo), tendrá lugar una nueva inversión; en caso contrario, ello no sucederá (Mántey, 2000).

Dado que un proyecto de inversión se inicia con un adelanto de dinero que se recupera en el futuro con venta de la producción, los inversionistas requieren información previa sobre la valuación de la empresa y el precio de oferta de los bienes de capital para decidir cómo financiar su inversión. El financiamiento interno implica una menor liquidez para la empresa en el corto plazo, mientras que el financiamiento externo significa endeudamiento y, por ende, la adquisición de obligaciones futuras. Para las empresas, las obligaciones significan una serie de pagos en el tiempo, que deben ser cubiertos con las ganancias. En este sentido, el crédito bancario permite que el dinero conecte el presente con el futuro, pues el crédito es un anticipo o deuda previa al proceso productivo, y dicha deuda se salda o destruye con una parte de las ganancias.

Los flujos de dinero bancario que pueden o no provenir de los depositantes, van a las empresas en una fecha posterior, generalmente después de la venta de la producción, el dinero pasa de las empresas a los bancos, y de los bancos a disposición de los depositantes. El primer intercambio (de los bancos a las empresas) se realiza mediante el financiamiento a la inversión; los subsecuentes intercambios deben cumplir con las obligaciones establecidas en los contratos de deuda, lo que dependerá del nivel de las ganancias. Entonces, el financiamiento de nuevas inversiones dependerá de las ganancias y de las condiciones de los contratos, y la continuidad de este proceso estará determinada por el desarrollo institucional del sistema financiero (Minsky, 1992).

Esta relación económico-financiera es el resultado de una negociación entre banqueros y empresarios (Minsky, 1992). Por un lado, el empresario presenta su proyecto sustentado en expectativas optimistas, para convencer al banquero le demuestra que la relación costo-beneficio es positiva. Por su parte, el banquero asume una actitud escéptica porque sabe que las expectativas de ganancias del proyecto determinan el flujo de financiamiento a contratar y el precio de mercado de los contratos de financiamiento ya existentes. De la realización de los beneficios dependerá el cumplimiento o no de los compromisos establecidos en el contrato de financiamiento y, por ende, la capacidad de los bancos para financiar nuevas inversiones en el futuro. El otorgamiento del crédito y la decisión de inversión se concretan en el presente, porque empresarios y banqueros esperan que haya una nueva inversión en el futuro, es decir, esperan que el proyecto tenga éxito.

Desregulación financiera y financiarización de las ganancias de las empresas

Bajo sistemas financieros dejados a las libres fuerzas del mercado, y en un ambiente de constantes innovaciones financieras, el sobreendeudamiento de las empresas y la inestabilidad financiera no pueden explicarse únicamente por el comportamiento relajado y optimista de banqueros, como lo concibió Minsky (1992). En otras palabras, no es suficiente la presencia de euforia o expectativas excesivamente optimistas de banqueros y empresarios, que originan la expansión extraordinaria del crédito y la reducción peligrosa de los márgenes (*Cushions*) de seguridad (Kregel, 2008). Surgieron nuevos factores que al facilitar las prácticas especulativas, alimentaron el comportamiento rentista y la reducción de la aversión al riesgo de bancos y empresas. Entre los nuevos factores se encuentran los instrumentos derivados y la bursatilización de la cartera de activos y pasivos; dos innovaciones financieras importantes, tanto por sus efectos en el nivel de la liquidez como por el elevado riesgo que ella implican.

La desregulación y liberalización financiera a nivel mundial, y las innovaciones financieras hicieron posible la absoluta movilidad de los grandes capitales financieros, pues mientras las primeras eliminaron las barreras que representaban las fronteras nacionales entre países, la aplicación y desarrollos tecnológicos generaron nuevos productos y servicios que permitieron realizar operaciones financieras de alto valor en tiempo real, sin que mediara dinero de alto poder en los mercados financieros internacionales. Si bien, las innovaciones financieras han estado presentes a lo largo del desarrollo histórico del capitalismo, las aplicaciones tecnológicas de la última generación indujeron transformaciones radicales en la forma de operar de los sistemas financieros; por ejemplo, la capacidad de los bancos para crear dinero se elevó de manera extraordinaria con el uso de Internet, al elevar el valor, rapidez y volumen de operaciones sin que medie el dinero fiduciario o de curso legal. Además, las nuevas tecnologías facilitan la realización de operaciones riesgosas y especulativas que generan altos rendimientos en el corto plazo, como la bursatilización de la cartera de activos y las inversiones en productos derivados.

Hasta antes de la desregulación financiera, la mayoría de los préstamos originados por los bancos eran registrados en sus balances, supervisados y administrados por ellos hasta su liquidación o cancelación. En la actualidad, los bancos protegen su margen de seguridad mediante coberturas, garantías de seguros y garantías para los bancos de inversión que bursatilizan sus activos, constituidos principalmente por instrumentos financieros derivados; en otras palabras, los mismos fondos de inversión que protegen sus márgenes de seguridad son sometidos a riesgos para obtener ganancias. Por su parte, las empresas, en un contexto

de bajo crecimiento económico y alta competencia en los mercados de bienes a nivel internacional, han seguido el mismo comportamiento de los bancos, esto es, han elevado sus inversiones en activos financieros y productos derivados que generan altos rendimientos en el corto plazo. A nivel agregado, esta estrategia de las firmas ha dado como resultado la reducción de la inversión real, pero un incremento de las ganancias financieras en las ganancias totales de los bancos.

ESTRUCTURA DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS Y FINANCIARIZACIÓN DE SUS GANANCIAS EN MÉXICO

Después de la crisis financiera de 1994-1995, el sistema financiero mexicano registra cambios importantes en su estructura y funcionamiento. Por el lado de su estructura, se dio un proceso de adquisición de los principales grupos financieros locales por parte de los grandes conglomerados financieros internacionales, y el surgimiento de nuevos intermediarios financieros no bancarios. En cuanto a su funcionamiento, el financiamiento a las actividades productivas registra una tendencia declinante; en tanto que la captación de recursos depende menos de los pasivos tradicionales, esto es, de los depósitos, y más del fondeo interbancario interno y externo. Por el otro, el mercado de valores se expande como respuesta a la mayor integración del sistema financiero mexicano a los mercados internacionales de capitales; aunque el mercado de capitales sigue siendo delgado o poco profundo. Asimismo, se elevó el número de instituciones financieras no bancarias, que siguiendo los esquemas de la banca comercial, concentraron su cartera de crédito en actividades altamente rentables, en perjuicio del financiamiento a las actividades productivas.

Reestructuración del sistema financiero y segmentación del sector bancario

Contrario a lo esperado, estos cambios ahondaron el desarrollo desigual entre los sectores bancario y bursátil, lo que a su vez amplió las asimetrías en los plazos de vencimiento de las deudas de las empresas. En el caso del sector bancario, se observaron dos tendencias. Por un lado, la canalización del crédito al sector privado privilegió el crédito a las familias para la adquisición de vivienda y consumo cuyas elasticidades son bajas respecto a las variaciones en la tasa de interés; en tanto que el financiamiento corporativo o empresarial se redujo.

Por el otro, las inversiones en valores se concentraron en productos sintéticos (derivados, swaps, etcétera). Ello, sumado al comportamiento semejante que siguieron los intermediarios no bancarios, contrajo el financiamiento a las actividades productivas. En cuanto al sector bursátil, su acelerada expansión no elevó su penetración y tampoco redujo la brecha entre los mercados de capitales y de dinero. En la baja profunda del mercado de capitales ha contribuido en cierta medida la política de esterilizada en el mercado cambiario con fines anti-inflacionarios, que viene aplicando el Banco de México desde 2001, cuando se adopta de forma completa el esquema de metas de inflación.

La actual estructura del sistema financiero mexicano, resultado de las políticas de desregulación y liberalización de la economía, presenta cinco características: *i*) Consolidación y extranjerización de los grupos financieros locales; *ii*) Mayor participación de los inversionistas institucionales (fondos de pensiones, compañías aseguradoras) como proveedores de recursos; *iii*) Eliminación de las fronteras entre las actividades bancarias y no bancarias; *iv*) Crecimiento asimétrico del sector bursátil; expansión del mercado de dinero y, más concretamente, los valores gubernamentales, coexistiendo con un mercado de capitales delgado y un mercado de derivados (MexDer) marginal si los comparamos con el volumen de operaciones de sus iguales a nivel mundial; y *v*) Incremento relativo del comercio de títulos, tanto a nivel local como internacional, inducido por las innovaciones tecnológicas y la mayor integración de México a los mercados de capitales internacionales.

Bajo esta nueva estructura financiera, la intermediación tradicional de la banca comercial, que bajo los mecanismos de regulación y control del crédito (encaje legal, cajones de crédito y techos a la tasa de interés activa) permitieron el financiamiento del proceso de industrialización, fue desplazada por operaciones financieras altamente rentables, como los servicios financieros (venta de seguros, administración de activos, etcétera) y compra-venta de títulos. Paralelamente, la presencia de otras instituciones financieras no bancarias, como las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple, fondos de pensiones, bancos de inversión y compañías aseguradoras, elevaron la competencia por pasivos y activos. En un contexto de alta liquidez, generada por la desregulación y liberalización del sistema financiero y las innovaciones tecnológicas, la ausencia de mecanismos de control prudencial, condujo a la reducción del financiamiento bancario a las empresas. En otras palabras, la expansión del crédito bancario no benefició a los proyectos productivos, a ello se sumó el incremento de las inversiones de los bancos en instrumentos sintéticos y las operaciones fuera de la hoja de balance, como la bursatilización de la cartera de crédito hipotecario

El dinamismo de la Bolsa Mexicana de Valores, inducida por la expansión de los inversionistas institucionales, la privatización de sectores económicos altamente rentables y el crecimiento de la deuda interna con fines de estabilización, abrió nuevas opciones de inversiones financieras. No obstante ello, a nivel macroeconómico el mercado de capitales sigue siendo mínimo e insuficiente como fuente de fondeo de los proyectos de inversión de largo plazo. El dinamismo relativo del sector bursátil ha sido inducido por las inversiones en instrumentos derivados, para cubrirse del riesgo y pérdidas derivadas de operaciones especulativas. Ante ello, las grandes empresas mexicanas han recurrido al financiamiento y fondeo en moneda extranjera, ya que el acceso a los mercados financieros internacionales se ha flexibilizado y las tasas de interés externas son menores a las internas.

En este contexto, la crisis económico-financiera de 1994-1995 es el resultado de la combinación de varios factores. Por un lado, con la reducción del financiamiento bancario a las actividades productivas, la oferta de recursos bancarios se hizo menos dependiente de los cambios en la preferencia por la liquidez de los bancos y más sensible a la preferencia de liquidez de los inversionistas financieros. Además, las ganancias y utilidades de los bancos dependieron menos de las ganancias de las empresas. Bajo esta nueva estructura bancaria, los cambios en las expectativas de los grandes inversionistas financieros provocaron variaciones abruptas en la composición de los portafolios y en el precio de los activos. Así que, en presencia de un alto endeudamiento de empresas y familias la devaluación del tipo de cambio en diciembre de 1994, con la consecuente elevación de la tasa de interés, provocó la contracción del gasto privado (consumo e inversión), dado un nivel de ingreso. A medida que la reducción en la demanda agregada contrajo las ventas, las ganancias esperadas de las empresas se redujeron; dificultando así el cumplimiento de sus compromisos de deuda. A ello le siguió la cancelación de las inversiones planeadas y la contracción de la actividad económica. Esta estructura y comportamiento del sistema financiero en general, y del sector bancario en particular, se ha profundizado. La inestabilidad financiera y el bajo crecimiento del producto y el empleo que se vienen registrando desde 1998, así como los efectos de la crisis del sector hipotecario de los Estados Unidos como lo comprueban.

Estructura de la deuda de las empresas y la financiarización de sus ganancias

En esta sección se analiza, mediante un modelo de panel, la relación entre la estructura de la deuda de las grandes empresas, según el valor de sus activos,

y la tasa de interés. Este estudio está guiado por tres hipótesis. La primera sostiene que la estructura de endeudamiento de las grandes empresas es una respuesta a las variaciones de la tasa de interés, como una estrategia para maximizar su ganancia y minimizar los costos financieros. En este sentido, podemos afirmar que un incremento en las tasas de interés afecta de manera indirecta las decisiones de inversión de las grandes empresas, dada su menor dependencia de los préstamos bancarios. Por tanto, si consideramos que el costo medio de los recursos ajenos está determinado por la estructura de la deuda, las grandes empresas mantienen un costo medio de deuda bajo a pesar de que su deuda total es alta y su plazo medio es superior. Entonces, es muy probable que el costo medio de los recursos ajenos sea más elevado para las pequeñas y medianas empresas, debido a que éstas dependen más del financiamiento bancario y, en consecuencia, la restricción crediticia provocada por un incremento en la tasa de interés, afecte más a estas empresas que a las grandes. La segunda afirma que, en presencia de mercados financieros imperfectos con asimetrías en la información, el incremento de la inversión para ajustar el stock de capital existente al deseado, dependerá de la capacidad de autofinanciamiento de las empresas, dado el costo del financiamiento externo. Es decir, los beneficios pasados de las empresas limitan el financiamiento de nuevos proyectos de inversión. La tercera hipótesis sostiene que ante la alta volatilidad de las tasas de interés y la variedad de opciones de inversión en activos financieros que devengan mayores rendimientos en el corto plazo, las empresas han incrementado sus inversiones en este tipo de instrumentos en detrimento de la inversión productiva. Ello se refleja en una relación inversa entre la inversión de las empresas y las ganancias financieras.

Metodología

Las series de datos utilizados en las regresión corresponden a la información financiera de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, la cual está contenida en las bases de datos de Sibolsa y Economática. El análisis sólo incluye a las empresas del ramo industrial y de servicios, se eliminaron las del sector financiero. Con base en este criterio, del total de 199 empresas de la base de Economática, la muestra se redujo a 171 empresas. Dado que los datos que existen abarcan el periodo 1988-2009, pero su continuidad varía dependiendo de la empresa, y considerando que el modelo necesita datos balanceados, se organizó la información en forma de panel realizando dos filtros. El primero, consistió en seleccionar a las empresas que tuvieran estados financieros completos

de 2000 a 2009; quedando 85 empresas de las 171. El segundo filtro tenía como propósito elevar el número de empresas de la muestra, para ello se seleccionó a las empresas cuya información estuviera completa; dando como resultado una reducción de periodo de 2000-2009 a 2005-2009, pero la muestra se elevó a 101 empresas.

Se decidió elaborar el modelo con 101 empresas para el periodo 2005-2009, porque se cuenta con los estados financieros completos y la muestra es mayor; condiciones suficientes si consideramos que el objetivo del trabajo es analizar el comportamiento de la estructura de la deuda de las empresas y su relación con las variables financieras, concretamente con la tasa de interés y el crédito, más allá de los cambios coyunturales que se pudiesen presentar en el tiempo. En otras palabras, el objetivo es analizar la estructura de la deuda de las empresas y la conducta empresarial ante las variaciones en la tasa de interés y la contracción del crédito bancario.

Interpretación de los resultados

Para analizar la estructura de endeudamiento de las empresas y sus fuentes de ganancia se construyeron cuatro ecuaciones, que se sometieron a distintas metodologías de datos de panel³ para comparar los coeficientes resultantes de los métodos utilizados. Mediante la prueba de Hausman, se determinó que el modelo de efectos fijos fue más robusto que el de efectos aleatorios (Jeffrey, 2002), lo que supone que los interceptos individuales no son aleatorios sino constantes y, por lo tanto, se debe estimar cada intercepto. En otras palabras, significa que el carácter individual de cada empresa importa (Jeffrey, 2002).

La primera ecuación se refiere la estructura de endeudamiento de corto y largo plazo en moneda local y extranjera, quedando expresada de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} Pasivototal = & \alpha_i + \beta_1 pasivomonedaextranjeracp \\ & + \beta_2 pasivomonedanacionalcp + \beta_3 pasivomonedaextranjeralp \\ & + \beta_4 pasivomonedanacionallp + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

³ Pooled, Pooled OLS regression with cluster-robust standard errors, between estimator with default standard errors, fixed effects estimator with cluster robust standard errors, random effects estimator with cluster robust standard errors.

```
. xtreg pasivototal pasivomonedaeextrcp pasivomonedanacioncp pasivomonedaeextrlp pasivomonedanacionlp, fe r
```

Fixed-effects (within) regression	Number of obs =	505
Group variable: iden	Number of groups =	101
R-sq: within = 0.9889	Obs per group: min =	5
between = 0.9936	avg =	5
overall = 0.9932	max =	5
	F(4,100) =	12906.11
corr(u_i, Xb) = 0.4511	Prob > F =	0

(Std.Err.adjusted for 101 clusters in iden)

pasivototal	Coef.	Robust			[95% Conf. Interval]	
		Std. Err.	t	P> t		
pasivomo~rcp	1.104	0.042	26.45	0	1.021	1.186
pasivomo~ncp	1.031	0.071	14.53	0	0.891	1.172
pasivomo~rlp	1.182	0.026	46.14	0	1.131	1.233
pasivomo~nlp	1.050	0.074	14.25	0	0.904	1.196
_cons	1.47E+9	2.68E+8	5.51	0	9.43e+8	2.01e+9
sigma_u	3.97e+9					
sigma_e	1.38e+9					
rho	0.892					

Como se observa, todos los coeficientes son significativos tanto a nivel individual como conjuntamente,⁴ siendo el coeficiente del pasivo de corto plazo en moneda extranjera mayor al de moneda nacional. El coeficiente del pasivo en moneda extranjera de largo plazo también es mayor que el de moneda nacional a largo plazo. Ello significa que el endeudamiento externo es una de las principales fuentes de financiamiento de las empresas.

⁴ Prueba t y F respectivamente. sigma_u representa la desviación estándar del efecto individual y sigma_e el del error idiosincrático, siendo este último inferior al de sigma_u lo cual indica que es más importante el efecto individual que el error idiosincrático, y rho explica la correlación intra-clase existente que en este caso es relativamente alta (89%).

La segunda ecuación hace referencia a la estructura de endeudamiento de corto plazo, y su estructura es la siguiente:

$$Pasivocorriente = \alpha + \beta_1 deudasfinancierascp + \beta_2 provedorescp + \varepsilon_i$$

```
. xtreg pasivocorriente provedorescp deudasfinancierascp, fe r
```

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	505
Group variable: iden	Number of groups	=	101
R-sq: within = 0.7675	Obs per group: min	=	5
between = 0.8280	avg	=	5
overall = 0.8181	max	=	5
corr(u_i, Xb) = 0.3750	F(4,100)	=	1112.31
	Prob > F	=	0
	(Std.Err.adjusted for 101 clusters in iden)		

		Robust			[95% Conf. Interval]	
pasivocorr-e	Coef.	Std. Err.	t	P>t		
provedorescp	1.231	0.042	29.43	0.000	1.148	1.314
deudasfin~cp	1.190	0.073	16.40	0.000	1.046	1.334
_cons	2.90e+9	1.10E+8	26.35	0.000	2.68e+9	3.12e+9
sigma_u	8.09e+9					
sigma_e	3.14e+9					
rho	0.869	(fraction of variance due to u_i)				

Los resultados indican que, tanto a nivel individual como conjuntamente los coeficientes son significativos, siendo el coeficiente de proveedores de mayor significancia que las deudas financieras de corto plazo. Ello corrobora que el mayor peso del financiamiento de proveedores en la estructura de la deuda de las empresas, se debe a su bajo costo financiero.

La tercera ecuación analizada modela la estructura de endeudamiento total, cuya estructura es la siguiente:

$$Pasivocorriente = \alpha + \beta_1 provedorescp + \beta_2 deudasfinancierascp + \beta_3 deudasfinancierasl + \varepsilon_i$$

xtreg pasivototal provedorescp deudasfinancierascp deudasfinancieraslp, fe r

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	505
Group variable: iden	Number of groups	=	101
R-sq: within = 0.9278	Obs per group: min	=	5
between = 0.9404	avg	=	5
overall = 0.9368	max	=	5
corr(u_i, Xb) = 0.3750		0.557	
		F(4,100)	= 1889.25
		Prob > F	= 0.000

(Std.Err.adjusted for 101 clusters in iden)

	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
provedorescp	2.261	0.094	23.98	0.000	2.074	2.448
deudasfin~cp	1.212	0.147	8.24	0.000	0.920	1.504
deudasfin~lp	1.51E+0	9.26E-2	16.28	0.000	1.32E+0	1.69E+0
_cons	4.44E+9	2.39E+8	18.6	0	3.97E+9	4.91E+9
sigma_u	1.32E+10					
sigma_e	3.51E+9					
rho	0.934	(fraction of variance due to u_i)				

Los resultados muestran que todos los coeficientes son significativos. No obstante, el coeficiente de crédito de proveedores es mayor que el del financiamiento financiero de corto y largo plazos, aunque el de corto plazo es el menor de todos. Ello permite suponer que el menor peso del crédito bancario de corto plazo en la estructura de la deuda de las empresas, se debe tanto a la contracción de la oferta de crédito bancario como a la menor demanda de éste por parte de las empresas dada las altas tasas de interés.

La cuarta ecuación se refiere a la estructura de los ingresos, siendo su estructura la siguiente:

Utilidad consolidada

$$= \alpha + \beta_1 \text{ingresosfinancieros} + \beta_2 \text{ingresosoperacionales} + \varepsilon_i$$

```
. xtreg utilidadconsolidada ingresosfinancieros ingresosoperacionales, fe r
```

Fixed-effects (within) regression	Number of obs =	505
Group variable: iden	Number of groups =	101
R-sq: within = 0.3671	Obs per group: min =	5
between = 0.8165	avg =	5
overall = 0.7544	max =	5
	F(4,100) =	107.18
corr(u_i, Xb) = 0.3750	0.228	Prob > F = 0.000

(Std.Err.adjusted for 101 clusters in iden)

	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
utilidadco~a					
ingresosfi~s	1.057	0.125	8.47	0.000	0.810 1.305
ingresosop~s	0.110	0.023	4.80	0.000	0.064 0.155
_cons	-3.16E+8	4.89E+8	-0.65	0.520	-1.29E+9 6.54E+8
sigma_u	2.81E+9				
sigma_e	2.25E+9				
rho	0.610	(fraction of variance due to u_i)			

Los resultados de esta regresión arrojan coeficientes estadísticamente significativos, pero el coeficiente de los ingresos financieros es mayor que el de los ingresos operacionales. En consecuencia, ante la reducción de las ganancias de operación que genera el bajo crecimiento económico, las empresas han optado por las inversiones en activos financieros como una estrategia para compensar aquella reducción. Podemos decir que las grandes empresas han adoptado dos estrategias para cubrir su nivel de ganancias; por un lado, maximizan sus ganancias operacionales a través de la minimización de los costos de producción, en particular a partir de la reducción de los salarios y/o despido de trabajadores, y por el otro, maximizar sus ganancias por la vía de las inversiones financieras. Estrategia que permite no sólo mantener, sino también eleva sus ganancias totales, pero al mismo tiempo contribuyen a generar inestabilidad financiera y lento crecimiento económico y alto desempleo.

A MANERA DE CONCLUSIÓN

La desregulación y liberalización financiera propició la expansión crediticia que privilegió a sectores rentables (crédito al consumo e hipotecario) y operaciones especulativas (instrumentos sintéticos y bursatilización de activos), en detrimento del financiamiento a las actividades productivas. Por su parte, los flujos de capitales externos de corto plazo no han contribuido a desarrollar un mercado de capitales funcional a las necesidades de financiamiento de las empresas mexicanas. En México el mercado accionario está muy lejos de ser una fuente de financiamiento y fondeo de la inversión.

El hecho de que en México la principal fuente de financiamiento de las grandes empresas sean los proveedores, demuestra que los bancos han reducido la oferta de crédito para las actividades productivas. Las elevadas tasas de interés activas han funcionado como una restricción a la demanda de crédito bancario, en la medida que inhibe la demanda de préstamos de las empresas en general, y de las pequeñas y medianas en particular. No obstante esta limitante, las grandes empresas han recurrido al financiamiento bancario externo, aprovechando las bajas tasas de interés externas y la relativa facilidad para acceder a los mercados financieros internacionales, ya sea para financiar sus proyectos de inversión o para realizar inversiones en instrumentos financieros.

Al respecto, los resultados del modelo econométrico muestran que el endeudamiento en moneda extranjera se ha incrementado y que la proporción de las ganancias provenientes de las inversiones en activos financieros se ha elevado en las ganancias totales. Sin embargo, este último encierra un riesgo cambiario potencial que se hará efectivo en el momento en que se ajuste el tipo de cambio real. Por otro lado, dada la menor dependencia del crédito bancario y, el incremento de sus ganancias totales, es altamente probable que las grandes empresas registren un alto endeudamiento a un plazo medio superior y; sin embargo, mantengan un costo medio de su deuda bajo, debido a que en su estructura de deuda predomina el financiamiento de proveedores y el endeudamiento en moneda extranjera.

En un contexto de bajo crecimiento económico y elevadas tasas de interés, la estabilidad monetaria y cambiaria ha propiciado y alentado el incremento de las inversiones financieras por parte de las grandes empresas. Profundizando con ello, la caída de la inversión productiva y la financiarización de las ganancias de las grandes empresas. En este sentido, podemos afirmar que la tasa de interés afecta de forma indirecta las decisiones de inversión de las empresas, porque influye en la estructura de su deuda, y dicha estructura muestra que las grandes empresas han seguido el mismo comportamiento especulativo y rentista de los bancos.

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, F. y D. Gale, "Financial Crisis", en *Working Paper Series*, Wharton Financial Institutions Center University of Pennsylvania, Vol 1, num. 37, 2001.
- Arenas, R. "Investment Decisions in Circuit and Post Keynesian Approaches", en Deleplace, G. y E. J. Nell, *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation and Approaches*, London, Mac Millan, 1996.
- Arestis, P. G. Goodwin y M. Sawyer, "¿Funciona en la práctica la consolidación fiscal", en G. Mántey y Noemí Levy (Coords.), *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*, Miguel Ángel Porrúa-FES Acatlán-UNAM, México, 2007, pp. 267-300.
- Bernanke, B., "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment", en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, num. 1, 1983, pp. 85-106.
- Bernanke, B. y M. Gertler, "Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations", en *American Economic Review*, Vol. 79, 1989, pp. 14-31.
- _____, "Financial Fragility and Economic Performance", en *Quarterly Journal of Economic*, vol. 105, 1990, pp. 87-114.
- _____, "Money Policy and Asset Price Volatility", en *Working Paper*, NBER, febrero de 2000, pp. 17-50.
- Bernanke, B y I. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, num. 2, 199, pp. 97-116.
- Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", en *Working Paper 6455, Economic Research Reports*, Starr Center for Applied Economics, New York University, Faculty of Arts and Science Department of Economics, 1998, pp. 1-70.
- Calomiris, C. y G. Hubbard, "Firm Heterogeneity, Internal Finance and Credit Rationing", en *Economic Journal*, num. 100, 1990, pp. 90-114.
- Chick, V., "Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy", en Stephen F. Frowen, *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, New York, St. Martin, 1993.
- Chowdhury, G. y D. Miles, "Modelling Companies Debt and Dividend Decisions With Company Accounts Data", en *The Bank of England*, 1987.
- Deleplace, G. y E.J. Nell, "Introduction: "Monetary Circulation and Effective Demand", en G. Deleplace y E. J. Nell (eds.), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation and Approaches*, London, Macmillan, 1996, pp. 3-41
- Dhrymes, P. y M. Kurz, "Investment, Dividends and External Finance Behaviour of Firms", en R. Feber (ed.), *Determinants of Investment Behaviour*, New York, Columbia University Press, 1967.

- Fama, E., "The Empirical Relationship Between the Dividend and Investment Decisions of Firms", en *American Economic Review*, num. 64, 1974, pp. 304-318.
- Fazzari, S y M. Athey, "Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment", en *Review of Economic and Statistics*, num. 69, 1987, pp. 481-487.
- Fazzari, S., G. Hubbard y B. Petersen, "Financing Constraints and Corporate Investment", en *Brookings Papers in Economic Activity*, num. 1, 1988, pp. 141-195.
- Fazzari, S. y B. Petersen, "Working Capital and Fixed Investment: New Evidence of Financial Constraints", en *Rand Journal of Economics*, num. 24, 1993, pp. 328-342.
- Greenwald, B., J. Stiglitz, y A. Weiss, "Informational Imperfections in the Capital Markets and Macroeconomics Fluctuations", en *American Economic Review*, vol. 72, num. 2, 1984, pp. 194-199.
- _____, "Macroeconomic Model With Equity and Credit Rationing", en Glenn Hubbard (ed.) *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, The University of Chicago Press, 1990, pp. 15-42.
- _____, "Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints Risk Behaviour", en *American Economic Review*, Vol. 80, num. 2, 1990, pp. 160-165.
- _____, "Information, Finance Constraints, and Business Fluctuations", en Kahn, M. y S. C. Tsang (eds.), *Finance Constraints, Expectations and Macroeconomics*, Oxford University Press, Clarendon Oxford, 1998.
- Guttman, R., *Cybercash, The Coming Era of Electronic Money*, New York Palgrave, MacMillan, 2003.
- Hubbard, G., "Introduction: Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment", en Glenn Hubbard (ed.) *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, The University of Chicago Press, 1990, pp. 1-14.
- Hubbard, G. R., A. K. Kashyap, y T. M. Whited, "Internal Finance and Firm Investment", en *Journal of Money, Credit and Banking*, agosto de 1995, pp. 683-701.
- Jeffrey, M., *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press, 2002.
- Lavoie, M., *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*, Aldershot, Edward Elgar, 1992.
- Kregel, J., "Minsky's Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the us Subprime Mortgage Market", en *Work Paper* num. 93, Levy Economics Institute of Bard College, 2008.
- Mántey, G., "Hyman Minsky en el pensamiento económico del siglo X", en *Comercio Exterior*, vol. 50, núm. 12, 2000.

- Modigliani, T. y M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", en *American Economic Review*, Vol. 48, num. 3, junio de 1958, pp. 261-297.
- Mato, Gonzalo "Inversión, costo del capital y estructura financiera: Un estudio empírico", en *Revista Moneda y Crédito*, núm. 188, Universidad Complutense de Madrid y Fundación Empresa Pública, 1989.
- Minsky, Hyman, "Monetary Systems and Accelerator Models", en *American Economic Review*, vol. 47, num. 6, 1957a, pp. 859-883.
- _____, "Central Banking and Money Market Changes", en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 71, num. 2, 1957b, pp. 171-187.
- _____, *John Maynard Keynes*, Columbia, Columbia University Press, 1975.
- _____, *Can "it" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York, M. E. Sharpe, 1982.
- _____, "The Financial Instability Hypothesis", en Arestis, P. y M. Sawyer (ed.), *Handbook of Radical Political Economy*, New York, Edward Elgar, 1992.
- Moore, B. J., *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.
- _____, "Some Reflexions on Endogenous Money", en L. P. Rochon y M. Vernengo (eds.), *Credit, Interest Rates and the Open Economy*, Cheltenham, Edward, Elgar, 2001, pp. 11-30.
- Ordober, J. A. y A. Weiss, "Information and the Law: Evaluating Legal Restrictions on Competitive Contracts", en *American Economic Review Papers and Proceedings*, mayo de 1981, pp. 399-404.
- Pollin, R., "Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence", en *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring, Vol 13, num. 3, 1991, pp. 366-395.
- Parguez, A. y M. Seccareccia, "The Credit Theory of Money: The Monetary Circuit Approach", en J. Smithin (ed.) *What in Money?*, London, Routledge, 2000, pp. 101-123.
- Sherman, H., *The Business Cycle: Growth and Crisis Under Capitalism*, Princeton, Princeton University Press, 1991.
- Stiglitz, J. y A. Weiss, "Credit Rationing Markets With Imperfect Information", en *American Economic Review*, num. 71, 1981, pp. 393-410.
- _____, "Asymmetric Information in Credit Markets and its Implications for Macroeconomics", en *Oxford Economic Papers*, vol. 44, 1992, pp. 694-724.
- Wray, L. R., *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Cheltenham, Edward Elgar, 1990.

