



LOS GRUPOS ECONÓMICOS COMO ESTABILIZADORES FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA MEXICANA (1996-2000)*

Gonzalo Castañeda Ramos**

Fecha de recepción: 26 de agosto de 2003. Fecha de aprobación: 27 de febrero de 2004.

Resumen

Las tasas anuales del crecimiento del PIB para el periodo 1996-2000 fueron muy superiores a las observadas en los últimos veinte años, situación que resulta contradictoria, tomando en cuenta que dicho crecimiento se dio en un contexto de crisis bancaria. Esta paradoja se explica por una recomposición en la estructura de capital de las empresas, dado que a partir de la crisis, éstas hicieron un mayor uso del crédito de proveedores y del financiamiento proveniente del mercado interno de capitales. En el artículo se afirma que, debido a la existencia de grupos económicos, las empresas con excedentes líquidos fueron capaces de prestar a sus filiales, sobre las que ejercen derechos de control, y así reducir los problemas de riesgo moral que limitaba el acceso a recursos financieros.

Palabras clave: economía mexicana, crisis bancaria, grupos económicos, riesgo moral, excedentes líquidos.

* Este artículo forma parte de un proyecto financiado por CONACYT y la US-Mexus acerca de la crisis bancaria y los mercados internos de capitales en México. Le agradezco a estas instituciones y a la UDLA su apoyo para la realización y difusión del mismo. De igual forma quiero expresar mi agradecimiento a Luis Felipe López Calva, Felipe Bello y Carlos Ibarra, quienes gentilmente leyeron un borrador de este documento y me hicieron algunas sugerencias. Particularmente, agradezco el apoyo de Felipe Bello en la recopilación de las variables y en la elaboración de las gráficas.

** Profesor de tiempo completo, Universidad de las Américas-Puebla. Correo electrónico: alter@mail.udlap.mx

Abstract

The annual GDP growth rates for the period 1996-2000 were much higher than those observed in the last 20 years, a situation that seems paradoxical when we bear in mind that this growth occurred in the context of a banking crisis. This paradox is explained by a re-composition of corporate capital structures, given that since the crisis these have made greater use of supplier credit and financing in the domestic capital market. The paper affirms that due to the existence of economic groups, companies with surplus liquidity were able to make loans to their subsidiaries, over which they exercise control rights, thus reducing moral hazard problems which had limited access to financial resources.

Key terms: mexican economy, banking crisis, economic groups, moral hazard, surplus liquidity.

Résumé

Pendant la période 1996-2000, les taux annuels de croissance du PIB ont été largement supérieurs à ceux constatés au cours des vingt dernières années; cette situation est paradoxale quand on sait que la croissance s'est réalisée dans un contexte de crise bancaire. Ce paradoxe s'explique par une recomposition de la structure du capital des entreprises, car, depuis la crise, celles-ci ont fait un meilleur usage du crédit des fournisseurs et du financement provenant du marché interne des capitaux. L'article affirme que, par suite de l'existence de groupes économiques, les entreprises ayant des excédents en espèces ont été en mesure de prêter à leurs filiales sur lesquelles elles exercent des droits de contrôle et ainsi réduire les problèmes de risque moral qui limitent l'accès aux ressources financières.

Mots-clés: économie mexicaine, crise bancaire, groupes économiques, risque moral, excédents en espèces.

Resumo

As taxas anuais do crescimento do PIB, para o período 1996-2000, foram muito superiores às observadas nos últimos 20 anos, o que sugere uma situação contraditória, considerando-se que tal crescimento ocorreu em um contexto de crise bancária. Este paradoxo se explica por uma recombinação na estrutura de capital das empresas, já que a partir da crise se multiplicaram as ações de maior uso do crédito de provedores e de financiamentos provenientes do mercado interno de capitais. Este artigo procura demonstrar que, devido à existência de grupos econômicos, as empresas com excedentes líquidos foram capazes de emprestar recursos às suas filiais, sobre as quais exerciam direitos de controle, e assim reduzir os problemas de risco moral que limitava o acesso a recursos financeiros.

Palavras-chave: economia mexicana, crise bancária, grupos econômicos, risco moral, excedentes líquidos.

Introducción

El desempeño de las variables macroeconómicas en México durante el periodo 1996-2000 es verdaderamente sorprendente. Con una inflación a la baja, que pasó de 52% en 1995 a menos de 10% en 2000, la economía logró crecer a una tasa anual promedio cercana a 5% durante los últimos cinco años de la administración del presidente Zedillo, cifra muy superior a las tasas anuales observadas en los últimos 20 años. De esta manera, entre 1991 y 1999 el PIB *per capita* en dólares se incrementó 30.7% para llegar a los 4,938 dólares anuales. Resulta indudable que el manejo prudente de las políticas monetarias y fiscales contribuyó a la estabilidad cambiaria, al crecimiento económico y a la generación de un entorno de certidumbre macroeconómica. Sin embargo, la expansión económica ocurrió a la par de una severa contracción en el sistema financiero mexicano. Este último factor ha hecho que el crecimiento mexicano sea visto con suma perplejidad por diversos analistas. ¿Cómo es posible explicar tal dinamismo en una economía capitalista, si los mercados financieros, y la banca en particular, interrumpieron prácticamente su financiamiento?

Tanto autoridades gubernamentales como analistas económicos han sugerido que el crecimiento económico fue inducido por el auge del sector exportador y el dinamismo de la inversión fija. Los datos muestran que el crecimiento en las exportaciones durante los últimos años fue espectacular. Mientras que en 1993 las exportaciones con respecto al PIB eran de 15.2%, los datos de 1999 señalan que dicho porcentaje había ascendido a 32.7%. La apertura comercial y la reorientación de la economía hacia el mercado externo convirtieron a México en un importante exportador de manufacturas a nivel mundial y en el segundo socio comercial de los Estados Unidos. Por otra parte, el crecimiento anual promedio de la inversión fija entre 1996 y 1999 fue cercano a 14%, dinámica que se vio estimulada por los efectos multiplicadores del incremento en la producción de bienes comerciables, entre ellos los de exportación. De acuerdo con un estudio de Lederman, *et al.* (2000), un incremento de un punto porcentual en la producción de bienes comerciables era acompañado de un incremento de 1.16% en el crecimiento de la inversión fija, cifra que era dos veces superior a la observada para el multiplicador de los no comerciables.

No obstante, este sencillo argumento de crecimiento-exportador no se sostiene del todo en un entorno de fragilidad financiera. Difícilmente se podría esperar que los efectos multiplicadores del sector externo sean suficientes para impulsar al resto de la economía. De hecho una amplia gama de sectores no comerciables muestran también a partir de 1997 un repunte notorio. En el presente trabajo se sostiene que este crecimiento paradójico fue



factible a partir de una recomposición en la estructura de financiamiento de las empresas mexicanas, con el que se logró canalizar los excedentes de las empresas exportadoras en auge hacia otros segmentos de la economía.

Ante la severa contracción de los mercados externos de capitales en México desde 1995, las empresas con excedentes decidieron canalizar recursos a clientes y proveedores a través de crédito comercial, haciendo posible la producción en empresas deficitarias sin acceso a los mercados nacionales e internacionales de capitales. Estadísticas del Banco de México para el periodo 1998-2000, a partir de una muestra de más de 500 empresas, señalan que esta forma de financiamiento fue especialmente importante durante esos años. Este artículo comparte la posición de los analistas del Banco Central; sin embargo, también argumenta que la presencia de los grupos económicos facilitó la activación de mercados internos de capitales.¹ A través de estos mercados, empresas del grupo otorgan créditos a empresas filiales o asociadas, sin que haya necesariamente de por medio una transacción comercial entre ambas partes.² Asimismo, se sugiere que el crédito comercial sólo tiene lugar cuando existe una relación de largo plazo con el proveedor (o cliente) o bien cuando las empresas involucradas pertenecen a un mismo grupo económico.³ Bajo esta premisa es posible explicar la ramificación de los efectos multiplicadores originados en el sector exportador, así como la operación de un mercado financiero en un contexto de crisis bancaria. De esta manera, se afirma que el crédito comercial y los mercados internos de capitales de los grupos económicos hicieron las veces de un estabilizador financiero para

¹ Los grupos económicos son redes de empresas con una estructura de propiedad y de control esencialmente familiar y cerrada, en cuanto que un círculo reducido de inversionistas ejerce el control del consorcio que aglutina a la red. El conjunto de empresas que conforma a cada grupo se suele integrar vertical y horizontalmente para reducir oportunismos, diversificarse e incrementar su poder de mercado. El cruzamiento de acciones entre empresarios, el intercambio de asientos en los consejos de administración y el control de bancos y otras instituciones financieras son también característicos de estas redes de negocios. Para mayores detalles sobre los grupos económicos en México, véanse Cordero (1974), Labastida (1986), Fuga y Tirado (1992), Concheiro (1996), Basave (1996), Castañeda (1998), Garrido (1998), Morera (1998), Pozas (1999), Vidal (2000), Basave (2000). Leff (1976) fue el primero en sostener que los grupos económicos son, en gran medida, una respuesta a imperfecciones en los mercados de capitales. Aunque Granovetter (2001) cuestiona las tesis funcionalistas para la explicación del por qué se observan grupos económicos. Gertner, Scharfstein y Stein (1994), Scharfstein y Stein (1997), desde el contexto del modelo de la corporación anglosajona, analizan las ventajas y desventajas de los mercados internos de capitales.

² Shin y Park (1999) muestran evidencia econométrica para Corea del Sur, en la que los grupos económicos o *chaebol* reducen las restricciones financieras a través de sus mercados internos de capitales. La existencia de estos mercados internos en los conglomerados estadounidenses se muestra empíricamente en Lamont (1997), Scharfstein, y Stein (1997), Scharfstein (1997), y Shin y Stulz (1998).

³ Biais y Gollier (1997) desarrollan un modelo teórico en el que se sugiere que el crédito comercial entre empresas independientes contribuye a reducir los problemas de información asimétrica del banco. Esto es así porque la transacción comercial transmite información privada en poder de los proveedores. Petersen y Rajan (1997) presentan evidencia empírica de Estados Unidos consistente con esta teoría.

la economía mexicana, lo que permitió que la parálisis en el mercado financiero nacional no se viera acompañada de una prolongada recesión.⁴

La crisis bancaria y el desplome del mercado financiero externo, 1995-2000



Seis años después de iniciado el proceso de liberalización del sistema financiero mexicano tuvo lugar una crisis bancaria, cuyo rescate gubernamental afectará indudablemente a los contribuyentes de toda una generación.⁵ La carencia de un marco legal adecuado, el mal manejo de la privatización de los bancos, la falta de una cultura bancaria y un sobre ajuste en el tipo de cambio —causado por un problema de liquidez en la deuda pública y por un paquete de políticas mal concebido— hizo que muchos bancos se fueran a la quiebra entre 1995 y 1998. Dicha crisis contribuyó a la fragilidad financiera de muchas empresas, a una parálisis en la asignación de créditos bancarios y a una drástica reducción en la emisión de valores a través de los mercados de capitales mexicanos. En esta sección se presentan algunas cifras que ilustran la magnitud de la crisis bancaria y del desplome financiero.

Antecedentes de la crisis bancaria y programas de rescate

A inicios de la década de los noventa la mayoría de los bancos comerciales expandieron agresivamente sus préstamos, especialmente en las áreas de crédito al consumo y la vivienda. Todo ello sin que existiera en ese entonces un buró de crédito que cruzara información ni esquemas jurídicos y de procuración de justicia adecuados para resolver disputas mercantiles. El proceso de liberalización financiera y un optimismo desmedido hicieron que la banca incrementara de manera exponencial la colocación de créditos entre 1990 y 1994. Los préstamos bancarios aumentaron 90.2% en términos reales, en tanto que, como porcentaje del PIB, pasaron de 4.4% a 11.5%. Como afirma Marino (1996) en su análisis de la crisis mexicana, el reducido o nulo historial crediticio de empresas e individuos dificultó a los bancos identificar la calidad financiera de sus clientes durante los años de auge. Asimismo, el aumento en las tasas reales de interés observadas en el sistema bancario privatizado (que entre 1991-1992 y 1993-1994 fue de 50%), bien pudo haber contribuido a problemas de selección adversa y, por consecuencia, a la mala calidad de la cartera de los bancos. La cartera vencida que a finales de 1991 era de 3.2% con respecto al total de los préstamos, en el mes de noviembre de 1994 había alcanzado 9.1%. En otras palabras, el

⁴ En este sentido se puede afirmar que los grupos económicos y sus mercados internos de capitales aportan un beneficio al bienestar de la sociedad. Khanna (2000) presenta una revisión de la literatura sobre grupos económicos, enfatizando sus aspectos positivos y negativos en el bienestar social.

⁵ Para una revisión de las causas macroeconómicas que propiciaron la crisis de 1995, véase Ros (2001).

sistema bancario presentaba signos de vulnerabilidad anteriores a la crisis cambiaria de diciembre de 1994.

En 1995 la combinación de una economía deprimida con una alza pronunciada en las tasas de interés propició una enorme carga financiera a empresas e individuos que se habían endeudado excesivamente durante los años de la bonanza financiera. Ante la falta de un programa sistemático que coordinara los esfuerzos de la banca para abatir el pánico financiero, y así reducir las tasas, se dio un crecimiento desmesurado en los pasivos, aumento que unos meses después originaría una moratoria masiva de deudores de la banca. Los problemas de cartera vencida terminaron por agotar las reservas preventivas y descapitalizar a los bancos, muchos de los cuales tuvieron que ser intervenidos o vendidos a instituciones financieras internacionales para poder continuar operando.⁶

En los primeros meses de 1995 las políticas implantadas se avocaron a resolver el problema de liquidez que enfrentaba el país y a tratar de dar cierta confianza a los inversionistas de que esto era posible.⁷ Para ello, se instrumentó una contracción monetaria y una serie de ajustes fiscales, además de obtener líneas de crédito con el Departamento del Tesoro norteamericano y con organismos financieros internacionales. Asimismo, con el objetivo de mantener la estabilidad del sistema bancario se permitió una mayor inversión extranjera en el sector,⁸ se aumentaron los coeficientes de reservas y capitalización a través de los programas PROCAPTE (Programa de Capitalización Temporal) y FOBAPROA (Fondo Bancario de Protección al Ahorro), y se aplicaron programas de reestructuración de créditos (UDIS, ADE y Punto Final). Desafortunadamente, las políticas que en primera instancia se dirigieron a *corregir* el problema de liquidez, agravaron a la postre el problema de la inestabilidad bancaria. Con el beneficio del tiempo transcurrido, queda claro que las políticas no fueron elaboradas como parte de un programa global, sino más bien fueron diseñadas sobre la marcha, conforme se acentuó el deterioro de la banca y la negociación política entre gobierno y banqueros lo fue permitiendo.

Ante el debilitamiento de los bancos, las autoridades supervisoras decidieron aumentar las reservas preventivas aplicadas a las carteras vencidas. Se estableció que su monto mínimo debería ser igual al mayor de entre 60% de la cartera vencida o 4% de la cartera

⁶ Con estadísticas de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Garrido (2002, p. 10) calcula que, para junio de 2002, 87.41% de los activos bancarios en México estaban en poder de instituciones financieras extranjeras.

⁷ Para una descripción de la crisis bancaria y los programas de rescate, véanse Girón y Correa (1997) y Correa y Girón (2002).

⁸ A pesar de que el Tratado de Libre Comercio contemplaba una apertura gradual de la inversión extranjera en el sistema financiero mexicano, la necesidad de capitalización de los bancos hizo que las autoridades aceleraran el proceso. Para ello se permitió la participación mayoritaria inmediata de instituciones extranjeras en los bancos que operan en México. En particular, se incentivó la compra de bancos con problemas, permitiendo que las instituciones financieras extranjeras tuvieran acceso a los programas del FOBAPROA.

total.⁹ Esta medida preventiva, aunque era necesaria para reducir conflictos de intereses entre depositantes y bancos, ejerció un severo impacto en el racionamiento de crédito al aplicarse en un entorno de crisis. Es decir, el efecto conocido como *encogimiento de crédito* resulta ser muy profundo en un contexto de fragilidad financiera y fuertes problemas de información asimétrica, como el experimentado en México durante este periodo.¹⁰

La dificultad de los bancos para capitalizarse se vio mitigada con la instrumentación de diversas acciones: el PROCAPTE, y la compra de cartera vencida por parte del FOBAPROA. Debido a que la devaluación redujo el valor neto de los bancos —dado que éstos tenían grandes pasivos contratados en dólares—, dichas instituciones tuvieron que ser apoyadas para lograr la razón mínima de 8% entre capital y activos.¹¹ Para esto, se implantó en febrero de 1995 el PROCAPTE, con el cual el gobierno podía adquirir deuda subordinada de los bancos.¹²

A través del FOBAPROA, el gobierno realizó una compra de cartera vencida —con restricciones al riesgo asumido— con el objeto de inducir a los bancos a capitalizarse.¹³ Por cada peso que el banco inyectara como capital, el FOBAPROA adquiría al menos dos pesos de cartera vencida a valor de mercado. La adquisición de esta cartera se hizo mediante la emisión de bonos a diez años, y se buscó incentivar la recuperación de los créditos creando un fideicomiso en donde los bancos administraran la cartera transferida.

En abril de 1995 las autoridades financieras establecieron un programa de reestructuración de pasivos en unidades de inversión (UDIS). Con este mecanismo se pretendía denominar la deuda en términos reales, ya que las unidades de inversión se definieron a partir de un índice que se ajusta diariamente con base en los niveles de inflación observados cada quince días. Los bancos fijaron así una tasa de interés real con la que se calculan los pagos mensuales en UDIS. Las fórmulas de liquidación tradicional aplicadas a este tipo de créditos no generan los problemas de amortización acelerada por inflación, fenómeno que ocurre cuando los saldos se denominan en pesos corrientes.¹⁴ El programa se aplicó a créditos de toda índole (empresariales, personales, estatales y de la banca de desarrollo), e inclusive a los créditos hipotecarios que ya contaban con un sistema similar en donde intere-

⁹ A manera de comparación, el coeficiente de reservas a cartera vencida observado a fines de 1994 era de 47.9%.

¹⁰ Holmström y Tirole (1994) formalizan el efecto que sobre el sector real tiene una reducción en el capital del banco o *efecto encogimiento*.

¹¹ De hecho los bancos que hacían uso del PROCAPTE tenían que alcanzar un índice de capitalización de 9%, el cual podía disminuir a 8.5% sólo con el objetivo de constituir reservas preventivas.

¹² El financiamiento era del Banco de México y los recursos obtenidos por los bancos con la colocación de esta deuda eran depositados en el mismo.

¹³ El FOBAPROA se estableció en julio de 1990, su patrimonio estaba constituido por recursos provenientes de: *a)* aportaciones iniciales de bancos de nueva creación en relación con su capital; *b)* aportaciones ordinarias en relación con el importe de las obligaciones bancarias protegidas y, *c)* aportaciones extraordinarias. Hoy en día el FOBAPROA ha dejado de existir —y su deuda se convirtió en deuda pública interna— para dar paso al IPAB (Instituto de Protección al Ahorro Bancario).

¹⁴ Para mayores detalles sobre este esquema de crédito véanse Castañeda, Barry y Lipscomb (1995).



ses denominados en pesos corrientes eran refinanciados.¹⁵ Además, el programa ofrecía plazos más largos a los acreditados y por ende pagos mensuales menores a los que se venían realizando. El gran riesgo de este esquema era que los incrementos salariales se quedaran muy rezagados con respecto al ritmo inflacionario, lo que mermaría la capacidad de pagos de los individuos. No obstante, este esquema de reestructuración tenía como finalidad principal abrir un espacio de maniobra en las instituciones bancarias, con la esperanza de que se diera una mejora en la situación macroeconómica.

El acuerdo inmediato de apoyo a los deudores (ADE), instrumentado en dos etapas, fue el primer paso dirigido a detener el crecimiento en el saldo real de los deudores. Mediante el uso de recursos fiscales y la aceptación de márgenes menores por parte de los bancos, aquellas empresas e individuos que renegociaron su deuda obtuvieron una tasa de interés fija por una vigencia inicial de trece meses; tasa que se aplicaba exclusivamente a los primeros \$200,000 del saldo de la deuda.¹⁶ El establecimiento de esta cota en el saldo se debió tanto a consideraciones fiscales como al interés de apoyar a las pequeñas y medianas empresas. Asimismo, la totalidad de los intereses moratorios fueron condonados.¹⁷ Por otra parte, se ofreció una tregua judicial a los deudores por unos cuantos meses, la cual consistió en el compromiso de los bancos de suspender y de no iniciar actos o promociones de cobro en juicios civiles o mercantiles. Finalmente, ante el aumento de la inflación por encima de los salarios, se hizo muy difícil el pago de las mensualidades en términos de UDIS, por lo que fue necesaria la aplicación del programa Punto Final, con el que los bancos apoyados con recursos fiscales ofrecían descuentos adicionales a aquellos deudores que decidieron ponerse al corriente y reestructurar su deuda.

La interrupción en los flujos financieros tradicionales

A pesar de los programas de rescate implantados en los primeros meses de la crisis, la cartera vencida de créditos bancarios continuó acumulándose en 1995 y 1996. En consecuencia, los fuertes problemas de liquidez en el sistema bancario y el deterioro del colateral y el capital neto de las empresas hicieron que se detuviera la asignación de nuevos créditos. En el primer año de la crisis, la demanda interna mostró una severa caída que produjo un crecimiento del PIB real de -6.2%. El estrechamiento del sector no comerciable de la economía y la fragilidad financiera de las empresas contribuyó a la parálisis del sistema financiero en su conjunto. Los flujos financieros tradicionales se desplomaron a lo largo del periodo 1996-2000.

¹⁵ La diferencia entre el esquema en UDIS y los sistemas hipotecarios de tasas duales radica en el hecho de que al fijarse la tasa real con los UDIS se elimina la prima de riesgo que acarrearán los intereses nominales por la incertidumbre inflacionaria.

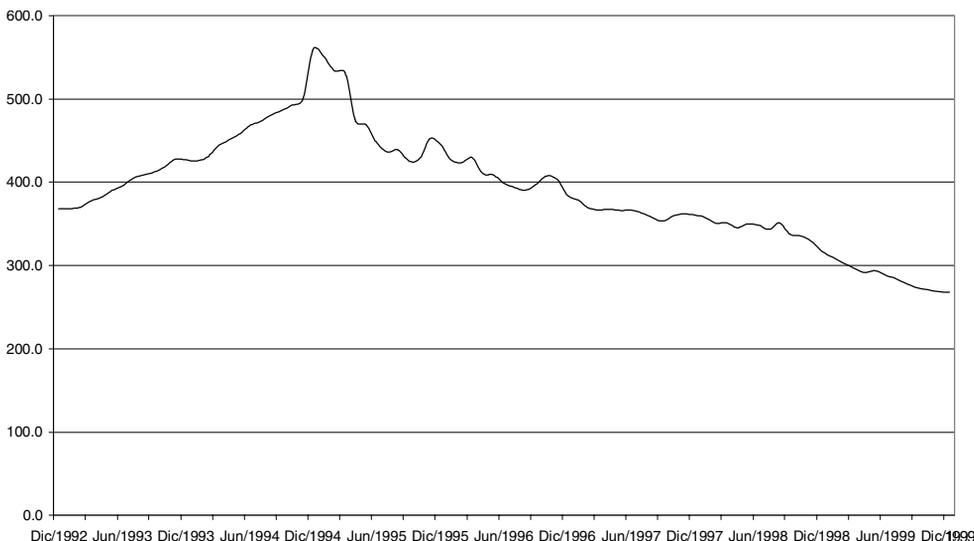
¹⁶ Esta tasa era de 25% para créditos a empresas.

¹⁷ La diferencia entre la tasa de apoyo y la tasa de referencia del mercado era absorbida totalmente por el gobierno, siempre y cuando esta diferencia no rebasara los 16 puntos porcentuales; de no ser así, los bancos comerciales compartirían parte del costo del programa.



En la Gráfica 1 se presenta la evolución del saldo real del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no bancario. Como se observa, la caída iniciada en 1995 no se había detenido aún en el primer semestre del año 2000. Para el mes de enero la reducción en los saldos reales entre estos dos años era de 71.96%. Si bien la bonanza financiera durante la administración del presidente Salinas había hecho que estos saldos crecieran de manera desmedida, el desplome de los créditos bancarios afectó a una amplia gama de productores quienes perdieron de esta forma el acceso a su fuente tradicional de financiamiento. En la Gráfica 2 se aprecia el saldo real de crédito por actividad económica. El patrón es similar al antes descrito: sin importar el rubro productivo, el indicador muestra una severa reducción del financiamiento bancario. Sin embargo, la mayor contracción tiene lugar en el sector servicios, el cual se encuentra estrechamente vinculado a actividades no comerciales. Al comparar los meses de diciembre de 1994 y 1999, se observa que la reducción en los saldos reales fue de 64% en el sector servicios y de 61.4% en el agropecuario, silvícola y pesquero, mientras que en el sector industrial, que se encuentra más relacionado a las exportaciones, el crédito se redujo en un porcentaje menor (49.9%).

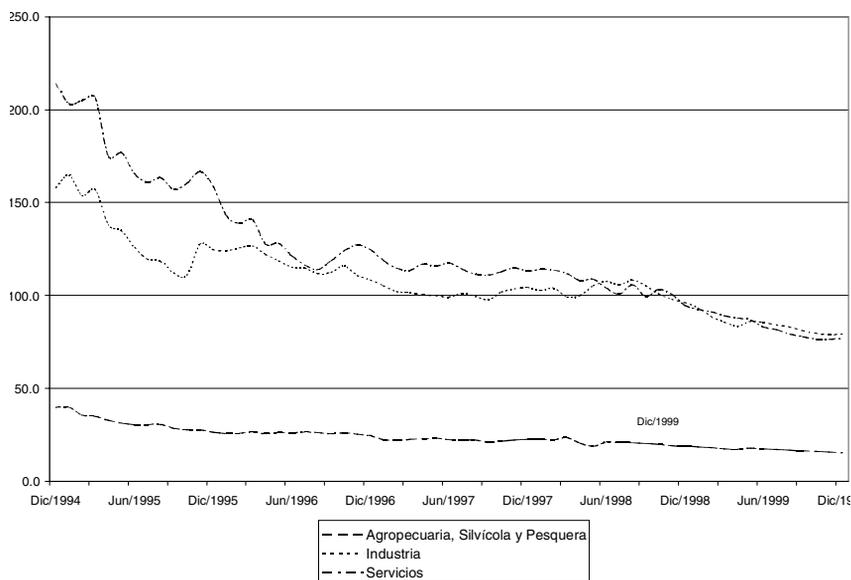
Tradicionalmente, la forma de financiamiento externa más común en las empresas mexicanas ha sido el crédito de la banca comercial. No obstante, a pesar de que éste disminuyó a partir de 1995, no se dio una recomposición en la estructura externa de financiamiento. Las cifras muestran que el flujo neto proveniente de créditos de la banca de desarrollo y de



Gráfica 1. Financiamiento de la banca comercial al sector privado no financiero (miles de millones de pesos constantes 1994 = 100.0).

Fuente: Banxico.

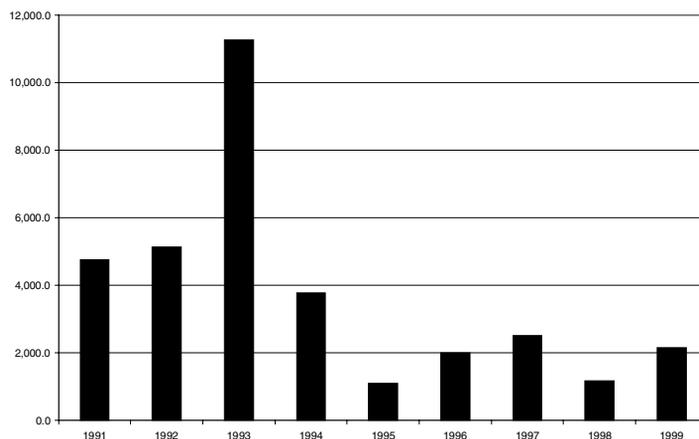
La evolución del saldo real del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no bancario mostró una tendencia decreciente entre 1995 y 2000. Para el mes de enero la reducción en los saldos reales entre estos dos años era de 71.96%.



Gráfica 2. Crédito de la banca comercial por actividad económica (miles de millones de pesos constantes, 1994=100.0).

Fuente: Banxico.

En esta gráfica se aprecia el saldo real de crédito por actividad económica. El patrón es similar al observado a nivel agregado, ya que sin importar el rubro productivo los indicadores muestran una severa reducción del financiamiento bancario. Sin embargo, la mayor contracción tiene lugar en el sector servicios, el cual se encuentra estrechamente vinculado a actividades no comerciales.



Gráfica 3. Financiamiento bursátil neto al sector privado (millones de dólares).

Fuente: BMV, Anuarios bursátiles, 1999-1992.

En esta gráfica se muestra el flujo de financiamiento neto obtenido por las empresas a través de la Bolsa Mexicana de Valores a lo largo del periodo 1991-1999. Dicho flujo pasó de un promedio anual de 6,236.9 millones de dólares en el periodo 1991-1994, a sólo 1 963.2 millones de dólares en el periodo 1996-1999. También se aprecia que para 1999 el financiamiento neto bursátil estaba todavía muy por debajo de los niveles anuales observados en el periodo de liberalización financiera. Este financiamiento incluye acciones, obligaciones, papel comercial, pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento, bonos, pagarés a mediano plazo, certificados de participación ordinarios, pagarés financieros y certificados de participación inmobiliaria. El financiamiento neto se calcula descontando de los montos emitidos las amortizaciones y las ofertas públicas de compras de acciones.

la emisión de valores en el mercado mexicano se vio también reducido. Es decir, no se debe hablar simplemente de una crisis bancaria, sino más bien de una parálisis de todo el sistema financiero. En la Gráfica 3 se muestra la reducción en el flujo de financiamiento neto obtenido por las empresas a través de la Bolsa Mexicana de Valores a lo largo del periodo 1991-1999.¹⁸ Cabe notar que la reducción en los saldos reales del crédito asignado por la banca de desarrollo para el mes de enero entre los años de 1995 y 2000 fue de 36.83%, cifra que repite el patrón observado en el crédito de la banca comercial.



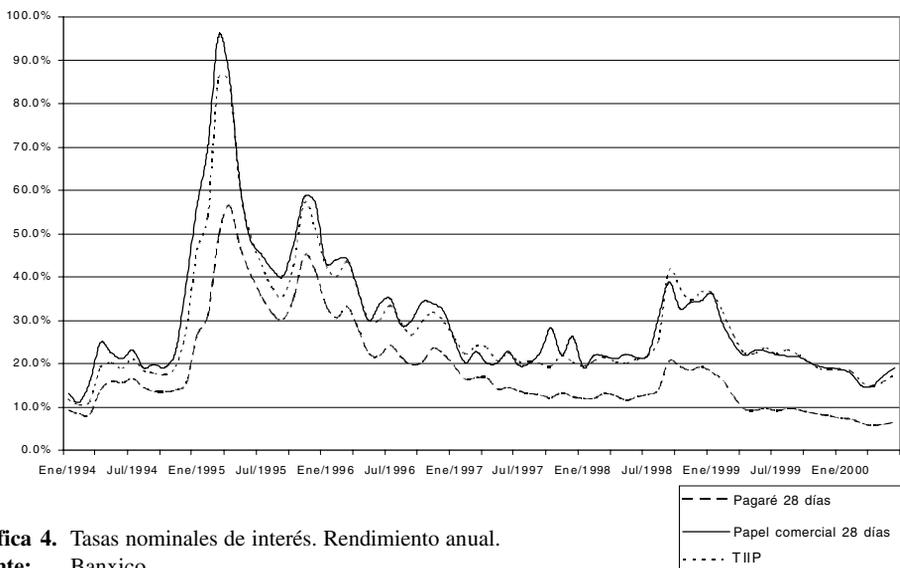
Si bien después de iniciada la crisis bancaria las empresas continuaron emitiendo valores a través de bolsa mexicana, los montos colocados se redujeron de manera sustancial. El flujo de financiamiento neto anual promedio pasó de 6 236.9 millones de dólares en el periodo 1991-1994, a sólo 1 963.2 millones de dólares en el periodo 1996-1999. En la Gráfica 3 se aprecia que para 1999 el financiamiento neto bursátil estaba todavía muy por debajo de los niveles anuales observados en el periodo de la liberalización financiera. Estas cifras parecen indicar que inclusive las grandes empresas mexicanas tuvieron dificultad para acceder al financiamiento externo, al menos en el mercado de nuestro país. La reducida emisión neta de pasivos durante el último periodo, a pesar de tener un valor positivo, parece ser inconsistente con las tasas observadas en el crecimiento del PIB.

Resulta indudable que el problema de cartera vencida de la banca y la necesidad de capitalizarla condujeron a un severo racionamiento de crédito, el cual se extendió a todo el sistema financiero por la fragilidad en el sector observada en las empresas mexicanas. El excesivo endeudamiento en la primera mitad de la década y la disminución en el valor real de los inmuebles —a consecuencia de la crisis de 1995— redujeron la capacidad crediticia de muchas empresas. De la literatura financiera, es bien sabido que ante un menor valor del colateral y del capital neto de las empresas, los problemas de información asimétrica se acrecientan, generándose la reticencia de inversionistas a fondear empresas que no están bajo su control.¹⁹ Asimismo, las elevadas tasas de interés a lo largo de estos años hicieron que los inversionistas se vieran desalentados a otorgar financiamiento ante consideraciones de selección adversa y riesgo moral que incrementaban la probabilidad de incumplimiento.

En la Gráfica 4 se muestra la evolución de diversas tasas de interés en términos nominales. Si bien las tasas se redujeron de manera importante en 1996, una vez superada la especulación y el pánico inicial, éstas se mantuvieron por encima de 20% hasta 1999, tasa que resultaba ser todavía muy elevada en comparación a las observadas en los mercados internacionales. Las tasas reales del papel comercial a 28 días presentadas en la Gráfica 5

¹⁸ Este financiamiento incluye acciones, obligaciones, papel comercial, pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento, bonos, pagarés a mediano plazo, certificados de participación ordinarios, pagarés financieros y certificados de participación inmobiliaria. El financiamiento neto se calcula descontando de los montos emitidos las amortizaciones y las ofertas públicas de compras de acciones.

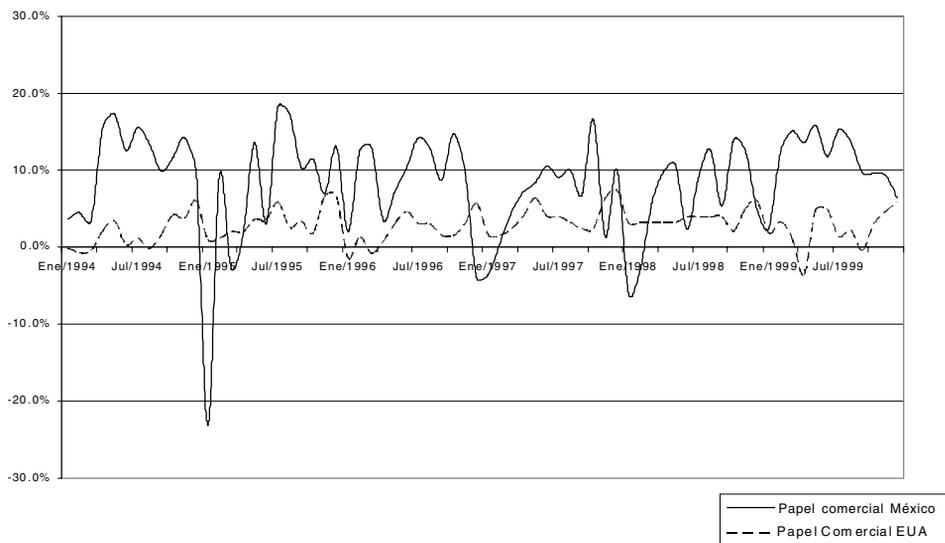
¹⁹ Véanse Bernanke y Gertler (1990), Holmström y Tirole (1994) y Mishkin (1996).



Gráfica 4. Tasas nominales de interés. Rendimiento anual.

Fuente: Banxico.

En esta gráfica se muestra la evolución de diversas tasas de interés en términos nominales. Si bien las tasas se redujeron de manera importante en 1996, una vez superada la especulación y el pánico inicial, éstas se mantuvieron por encima de 20% hasta 1999, tasa que resultaba ser todavía muy elevada en comparación con las observadas en los mercados internacionales. Debido a que los márgenes de intermediación son elevados, las tasas activas (o de crédito) en México suelen estar alrededor de 8 puntos porcentuales por encima de las tasas pasivas nominales (TIIP, CETES, CPP, pagaré).



Gráfica 5. Tasas reales de interés (ex post). Rendimiento anualizado en dólares constantes.

Fuente: Banxico, FED.

Esta gráfica sugiere que costo financiero en México era en general elevado, como se desprende de las tasas reales del papel comercial a 28 días. En este contexto resultaba muy difícil la reactivación del crédito a través de los mercados financieros. Las tasas reales se calcularon de acuerdo con la ecuación de Fisher pero considerando la tasa de inflación observada.

sugieren que efectivamente el costo financiero en México era en general elevado.²⁰ En este contexto resultaba muy difícil la reactivación del crédito a través de los mercados financieros. De hecho, los problemas de capitalización de los bancos y el reducido capital neto de las empresas hicieron que las tasas de crédito bancarias fueran en realidad prohibitivas para muchas empresas. Asimismo, las empresas grandes que podían acceder a los mercados de capitales nacionales lo hacían en reducida escala debido a que el costo del financiamiento era mucho menor en el extranjero.

El hecho de que las tasas mexicanas en dólares hayan sido elevadas (Gráfica 6) indica que los inversionistas tenían incentivos para ahorrar en el sistema financiero nacional.²¹ Desafortunadamente la estabilidad del ahorro financiero como proporción del PIB a lo largo del periodo 1995-1999, que se ilustra en la Gráfica 7, no se vio reflejada en un mayor crédito bancario. En otras palabras, la falta de crédito del sistema bancario nacional no es producto de una escasez de fondos prestables, más bien resulta de un severo problema de racionamiento de crédito provocado por la fragilidad financiera de empresas y bancos. La mayor parte de este ahorro financiero era canalizado al sector público, ya sea a través de crédito a entidades gubernamentales o bien para cubrir los flujos del pagaré FOBAPROA creado a raíz del rescate bancario.²²

Vale la pena recordar que en México los bancos han estado tradicionalmente vinculados a grupos económicos, por lo que el crédito relacionado disminuía los problemas típicos de información asimétrica, independientemente de que no existiera una regulación que protegiera a los acreedores. Por ende, para que las instituciones financieras decidan otorgar crédito a actores productivos no vinculados, se hace indispensable la existencia de un marco legal adecuado, como lo son las leyes de concursos mercantiles (quiebras) y de garantías. De esta forma, el sistema bancario conformado a raíz de la crisis, durante la cual la banca internacional llegó en muchos casos a tomar posiciones mayoritarias, requiere de importantes cambios institucionales para poder reactivar la asignación de créditos frescos.

La evolución de los indicadores macroeconómicos

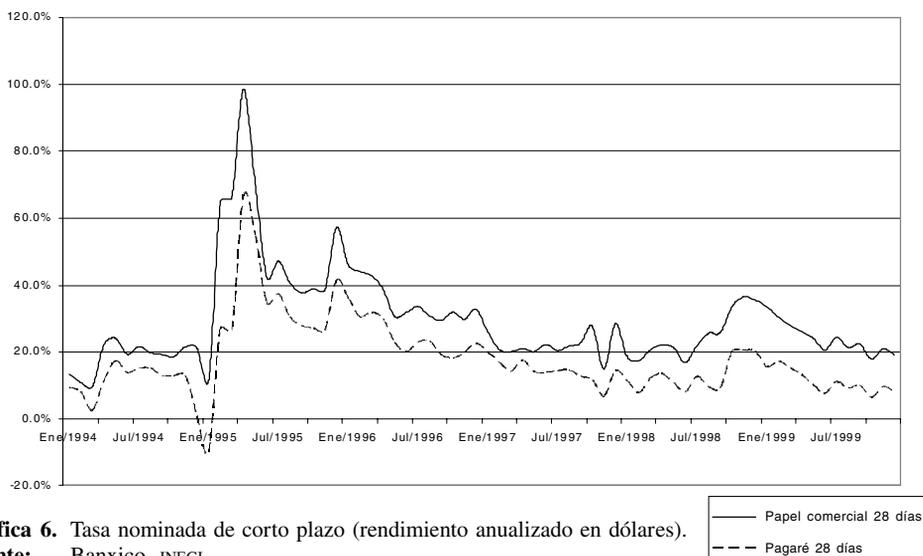
A pesar de la crisis bancaria y de la interrupción en el financiamiento a través del mercado financiero nacional, la economía mexicana inició su recuperación muy rápidamente. Para 1996 el PIB real mostraba ya una tasa de crecimiento positivo, la cual se mantuvo alta en

²⁰ Las tasas reales se calcularon de acuerdo con la ecuación de Fisher pero considerando la tasa de inflación observada. Debido a que los márgenes de intermediación son elevados, las tasas activas (o de crédito) en México suelen estar alrededor de 8 puntos porcentuales por encima de las tasas pasivas nominales (TIIP, CETES, CPP, pagaré).

²¹ Se calcula con la ecuación de Fisher pero considerando la tasa de depreciación del peso observada en el periodo.

²² A manera de ejemplo, Garrido (2002, p. 15) muestra que estos dos rubros abarcaban entre 40 y 72% de la cartera vigente de los cinco mayores bancos del país para marzo de 2002.

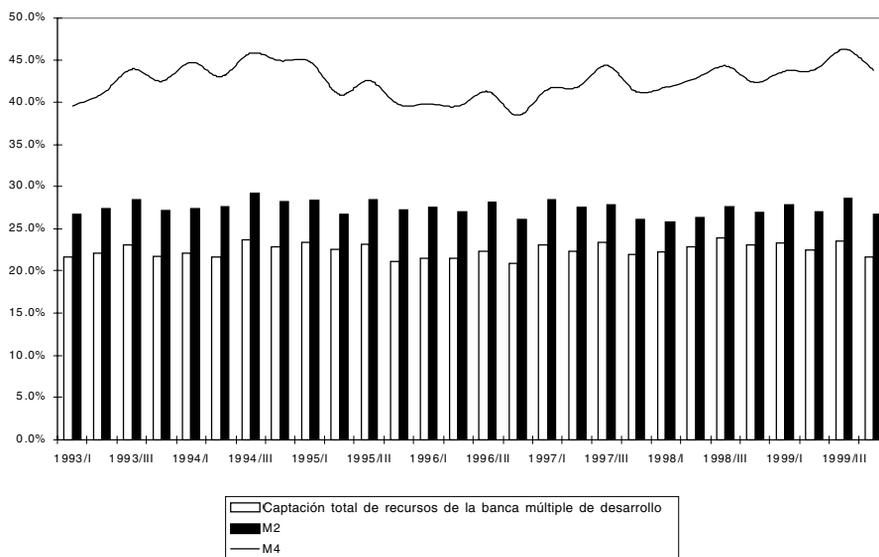




Gráfica 6. Tasa nominada de corto plazo (rendimiento anualizado en dólares).

Fuente: Banxico, INEGI.

En esta gráfica se muestra que las tasas mexicanas en dólares fueron elevadas en el periodo, lo que indica que los inversionistas tenían incentivos para ahorrar en el sistema financiero nacional. Dichas tasas se calculan con la ecuación de Fisher para economías abiertas pero considerando la tasa de depreciación del peso observada, en vez de la anticipada.



Gráfica 7. Ahorro financiero como proporción del PIB.

Fuente: INEGI y Banxico.

En esta gráfica se observa que hubo una estabilidad del ahorro financiero como proporción del PIB a lo largo del periodo 1995-1999, medida a través de la captación bancaria, M2 y M4. Por lo tanto, la falta de crédito del sistema bancario nacional no parece ser producto de una escasez de fondos prestables.

los cinco años subsiguientes. Después de una caída en el PIB real, que a mediados de 1995 fue cercana a 10%, las tasas anuales de crecimiento fueron de 5.1%, 6.8%, 4.8%, 3.7% y 7% entre los años 1996 y 2000. De hecho estas tasas han sido las mayores desde la época del auge petrolero de finales de los años setenta. Por otra parte, el despegue de la economía vino acompañado de una reducción sostenida en la tasa de inflación, la que llegó a un dígito en los primeros meses del 2000, y de una recuperación paulatina de los salarios reales en el sector manufacturero. El crecimiento en los salarios y el empleo durante el periodo 1996-1999 hizo que la masa salarial se incrementara 4.1% en promedio anual.

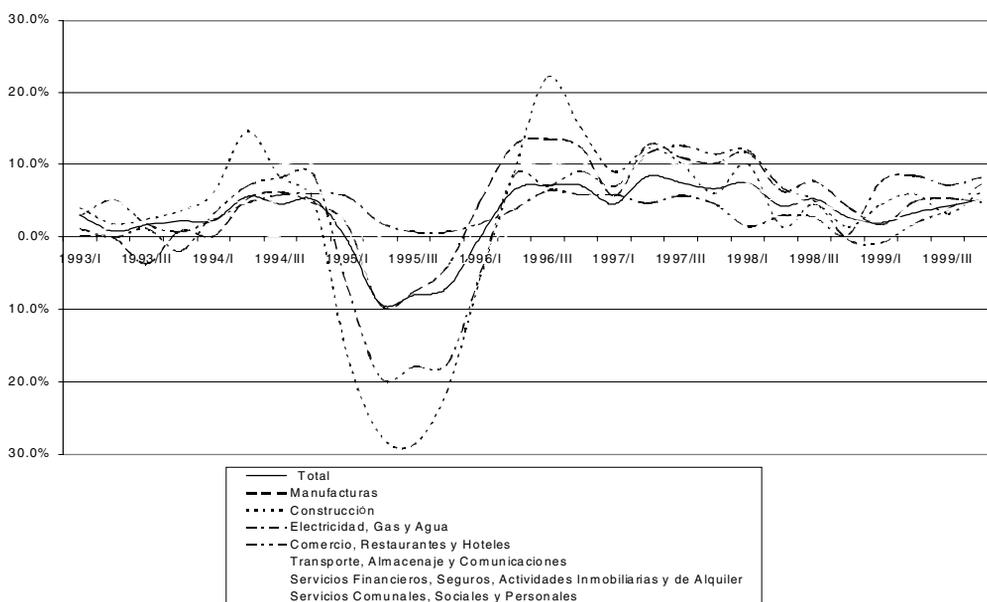
Como se mencionó en la introducción de este artículo, el crecimiento económico fue impulsado por una importante dinámica del sector exportador. En el caso de la industria maquiladora de exportación, el crecimiento anual del valor agregado se mantuvo por encima de 10% en casi todo el sexenio zedillista. La dinámica de las exportaciones no petroleras estuvo determinada por la industria manufacturera, cuyas ventas al exterior crecieron ligeramente por encima del total con excepción del año 1995. Entre 1987 y 1999 las exportaciones totales en dólares crecieron 394.93%, para llegar a 136.6 mil millones de dólares y convertir a México en el octavo exportador a nivel mundial y en el segundo socio comercial de EU con 10.7% de sus importaciones. De igual forma, el ritmo de crecimiento en la inversión fija fue notorio. A pesar de que entre enero de 1994 y enero de 1996 la inversión fija bruta en maquinaria y equipo se derrumbó 25.92%, a partir de 1996 su crecimiento fue muy significativo, de tal forma que entre enero de 1994 y enero de 2000 el índice había crecido 61.98%, con lo que se logró superar por mucho el descalabro de 1995.

No obstante, resulta difícil pensar que el crecimiento del PIB a tasas tan altas pudo ser simplemente el resultado del auge exportador, independientemente de su impacto multiplicador sobre la demanda agregada. Lederman *et al.* (2000), en un análisis de descomposición de la demanda agregada, encuentran que entre el primer trimestre de 1996 y el tercero de 1999 las exportaciones contribuyeron en 3.42% a un crecimiento promedio del PIB de 5.13%, en tanto que la inversión fija contribuyó con 2.27% durante el mismo periodo. Sin embargo, en un entorno de fragilidad financiera y crisis bancaria se dificulta la expansión de la economía a través de efectos multiplicadores en la medida en que no exista un mecanismo por el que se canalice financiamiento de las unidades superavitarias (con excedentes líquidos) hacia las deficitarias.

Si bien los sectores asociados a las exportaciones fueron los más dinámicos, de la Gráfica 8 se infiere que para 1997 también los sectores tradicionalmente considerados como no comerciables mostraban ya una franca recuperación. Por un lado, las actividades económicas que experimentaron el desplome más pronunciado fueron la construcción y el sector comercio, restaurantes y hoteles, ambas muy vinculadas al mercado interno. Por otro lado, mientras las manufacturas presentaban para el año de 1996 tasas altas de



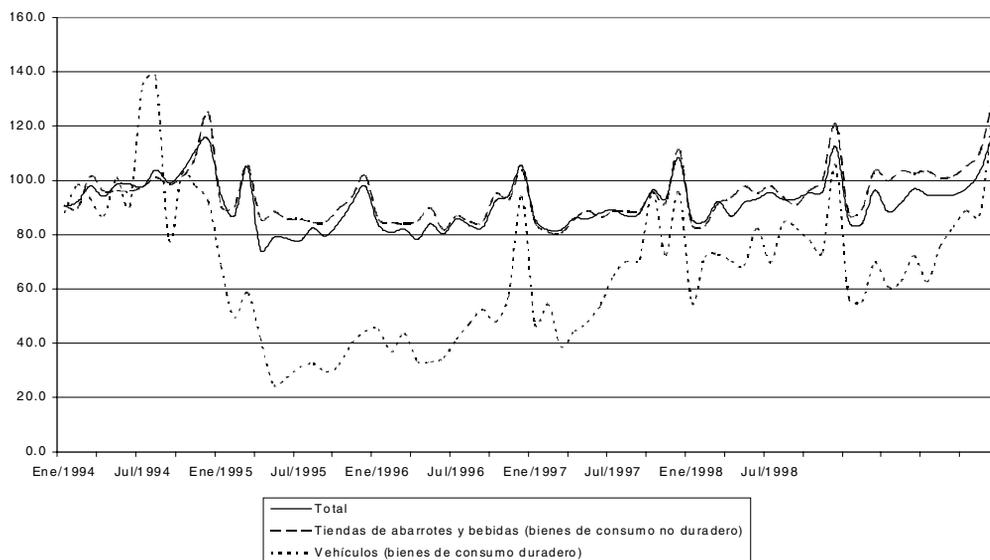
crecimiento de alrededor de 10%, un año después se observaron tasas similares para los dos sectores antes referidos y para el sector de transporte, almacenaje y comunicaciones. Inclusive, el sector de servicios financieros, seguros, actividades inmobiliarias y de alquiler, afectado por la crisis bancaria, mostraba para 1997 y 1998 un nivel de crecimiento aceptable. La fuerza del mercado interno también se desprende del análisis de la Gráfica 9, que muestra las ventas netas al mayoreo de establecimientos comerciales. De la evolución de este índice queda claro que el consumo de bienes duraderos —representado por vehículos— fue el más afectado en la recesión de 1995. En dicha gráfica también se observa que el índice correspondiente al total de actividades ya había alcanzado para 1999 un nivel superior al que presentaba en 1994, lo cual se puede generalizar tanto para bienes de consumo duradero como no duradero, este último representado en la gráfica con abarrotes y bebidas. Las empresas de los sectores no comerciables, al no estar vinculadas directamente con los mercados internacionales, tienen dificultad para acceder al financiamiento externo. En consecuencia, el crecimiento antes descrito tuvo necesariamente que ser financiado con una fuente alternativa.



Gráfica 8. Variación anual del PIB real trimestral (base 1993).

Fuente: INEGI.

Esta gráfica indica que para 1997 los sectores tradicionalmente considerados como no comerciables mostraban ya una franca recuperación. Las actividades económicas que experimentaron el desplome más pronunciado fueron la construcción y el sector comercio, restaurantes y hoteles, ambas muy vinculadas al mercado interno. Aunque ya para 1996 las manufacturas presentaban altas tasas de crecimiento de alrededor de 10%, un año después se observaron tasas similares para los dos sectores antes referidos y para el sector de transporte, almacenaje y comunicaciones. Inclusive, el sector de servicios financieros, seguros, actividades inmobiliarias y de alquiler, afectado por la crisis bancaria, mostraba para 1997 y 1998 un nivel de crecimiento aceptable.



Gráfica 9. Índice de ventas en términos reales (base 1994=100). Establecimientos comerciales.

Fuente: INEGI.

En esta gráfica se muestra que el consumo de bienes duraderos —representado por vehículos— fue el más afectado en la recesión de 1995. También se observa que el índice correspondiente al total de actividades ya había alcanzado para 1999 un nivel superior al que presentaba en 1994, lo cual se puede generalizar tanto para bienes de consumo duradero como no duradero, este último representado en la gráfica con abarrotes y bebidas.

Atendiendo a estos simples indicadores macroeconómicos reales parece evidente que el crecimiento económico es producto del auge exportador y de la dinámica de la inversión fija. Asimismo, el fuerte estímulo del ahorro real interno justifica la evolución de la inversión real y el reducido déficit en la cuenta corriente con relación al PIB. Sin embargo, el alto nivel alcanzado por la inversión y la reducida brecha entre inversión y ahorro real son posibles cuando existe un sistema financiero que hace llegar recursos de los ahorradores a las empresas productivas. Por los sucesos antes referidos, el mercado financiero mexicano no fue el sistema que movilizó más recursos hacia los sectores deficitarios durante este periodo, ni tampoco el financiamiento de la inversión fija se dio exclusivamente a través de fuentes internacionales.

En años recientes el flujo de inversión extranjera directa ha sido considerable. Mientras que en 1994 la inversión extranjera directa financiaba 37% del saldo de la cuenta corriente, para 1999 el porcentaje financiado se había elevado a 83%. No obstante, la entrada de recursos del extranjero continúa siendo muy pequeña en relación con la inversión fija realizada en el país. A manera de ejemplo, en 1999 la inversión extranjera directa constituía sólo 1.2% de la formación bruta de capital fijo. De aquí que las empresas mexicanas tuvieron la necesidad de utilizar un sistema de financiamiento paralelo a los mercados de capitales externos —tanto nacionales como internacionales— para hacerse de recursos. En este trabajo se establece que, en el caso mexicano de la segunda mitad de la década de los

noventa, el uso activo del crédito comercial a proveedores y el desarrollo del mercado interno de capitales fueron los mecanismos que hicieron posible la expansión económica con estabilidad en la cuenta corriente.²³

Una explicación a la paradoja del crecimiento sin financiamiento

En esta sección se presenta un breve planteamiento teórico para explicar cómo creció la economía en un contexto de escaso financiamiento externo en el mercado doméstico. Como se mencionó en la introducción, un número importante de empresas mexicanas realizaron un fuerte reajuste en su estructura de capital ante el racionamiento de crédito observado en el mercado nacional, por lo que el crédito comercial de proveedores y el financiamiento a través del mercado interno de capitales alcanzó un papel preponderante durante el periodo de crisis bancaria y su secuela. Se sugiere en este apartado que la presencia de una estructura corporativa de grupos económicos facilita la asignación del crédito de proveedores y el financiamiento entre las filiales de un mismo grupo. Sin exponer un modelo teórico formal,²⁴ se desarrolla a continuación un argumento intuitivo que avala la existencia de un mercado interno de capitales con base en consideraciones de riesgo moral y de derechos de control.

La estructura corporativa y financiera de la economía

Considérese un grupo económico (GE) formado por dos unidades productivas, una empresa exportadora (E) y una filial (F). Bajo condiciones normales cada empresa se comporta como un centro autónomo de ganancias, es decir, como una unidad productiva autónoma que maximiza beneficios y toma decisiones de forma independiente, en especial aquellas relacionadas con la estructura de financiamiento.²⁵ El sistema financiero de esta economía se compone por un número grande de bancos (o inversionistas) independientes (Ii), los cuales compiten en la asignación de recursos.²⁶ En contraste, cuando tiene lugar una situación de fragilidad financiera, se supone que los accionistas mayoritarios de la empresa exportadora, que presenta una buena liquidez, ejercen sus derechos de control sobre la empresa filial con problemas.

²³ Véase Garrido (2002), quien coincide con estas apreciaciones.

²⁴ Este modelo se desarrolla explícitamente en Castañeda (2003a).

²⁵ La forma de gobierno corporativo de estas organizaciones se considera exógena en este planteamiento; no obstante, esta estructura descentralizada es racional cuando el beneficio de tener bajos costos de transacción al interior de los grupos económicos —al reducirse las decisiones jerárquicas— compensa sobradamente el costo financiero de tener filiales independientes con restricciones financieras.

²⁶ En la realidad, el sistema bancario mexicano no operó bajo condiciones de competencia perfecta; asimismo, la mayoría de los bancos y demás intermediarios financieros pertenecían a algún grupo económico antes de la crisis. Sin embargo, esta simplificación de la realidad no distorsiona las implicaciones principales del modelo ya que la esencia del problema reside en la severidad del racionamiento financiero observado en el mercado doméstico.



La empresa exportadora vende toda su producción en un mercado extranjero que pasa por un buen momento. Debido a este auge, y a manera de simplificación, se supone que sus utilidades no están estrechamente vinculadas al esfuerzo de los gerentes/dueños, en tanto que la filial produce un bien intermedio para la exportadora, el cual se vende a un precio de transferencia igual al del mercado cuando las empresas operan como centros autónomos. Asimismo, la filial tiene actividades diversificadas, por lo que también produce un bien que sólo se vende en el mercado doméstico. A diferencia de la exportadora, las utilidades generadas en el sector no comerciable dependen en gran medida del esfuerzo empresarial.

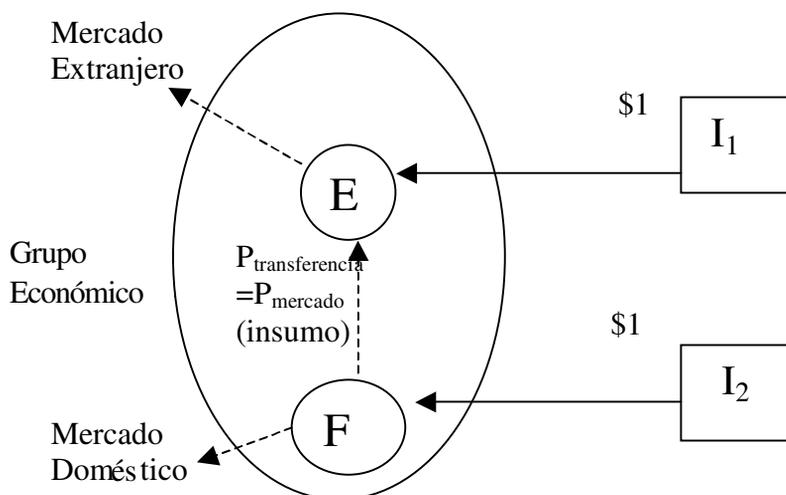
Los bancos están dispuestos a prestar en la medida en que tienen la posibilidad de recuperar su costo de fondeo, dada la estructura de competencia supuesta en el mercado financiero. Cada banco tiene una unidad de capital disponible para prestar a las unidades productivas del grupo económico. Tanto empresas como acreedores enfrentan un entorno incierto en cuanto a la venta de bienes en los mercados nacional y extranjero. Mientras que la exportadora tiene que decidir, simplemente, entre detener la producción o seguir adelante, la filial tiene que tomar una decisión más compleja. Esta última debe lograr un balance entre ejercer más esfuerzo (e incrementar la probabilidad de éxito) y soportar el costo que conlleva el mayor esfuerzo. La filial tiene la posibilidad de comportarse de manera oportunista debido a que sus acciones se llevan a cabo una vez que el crédito ha sido asignado. Esta secuencia da lugar a un problema de riesgo moral, puesto que la incertidumbre en el resultado final del proyecto impide al banco establecer un contrato con el que se eliminen los conflictos de interés.

Asignación de crédito bajo condiciones macroeconómicas normales

Los bancos son conscientes del problema de riesgo moral. No obstante, bajo condiciones de normalidad en la demanda doméstica existe un conjunto de combinaciones de tasas de interés *ex ante* y esfuerzo empresarial compatible con el costo de fondeo bancario, por lo que el crédito logra ser asignado. En la Gráfica 10 se aprecia que los recursos financieros se canalizan de los inversionistas (I_1 , I_2) a las unidades productivas del grupo (E, F), al mismo tiempo que tiene lugar una venta de insumos de la filial a la empresa exportadora. Por lo tanto, en la medida en que no ocurra un desplome en los mercados financieros nacionales, estos hacen posible el proceso productivo de la economía: exportaciones, insumos intermedios y productos finales del sector no comerciable.

Existencia de los mercados internos de capitales

Supóngase ahora que la economía en su conjunto se vuelve pesimista en relación con la demanda del mercado doméstico, por lo que los bancos deciden suspender la asignación de financiamiento a la filial. Ante un entorno de información asimétrica, la expectativa de



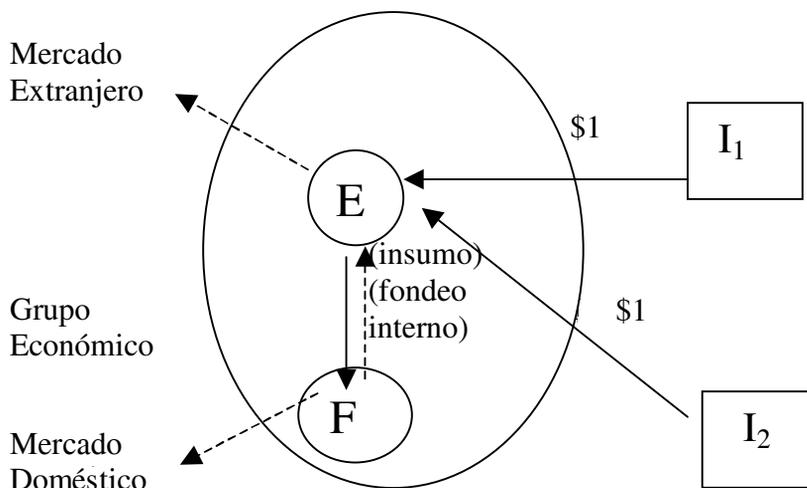
Gráfica 10. Estructura financiera antes de la crisis.

En esta gráfica se aprecia que en un entorno macroeconómico estable los recursos financieros se canalizan de los inversionistas (I_1 , I_2) a las unidades productivas del grupo económico (E, F), al mismo tiempo que tiene lugar una venta de insumos de la filial a la empresa exportadora. Por lo tanto, en la medida en que no ocurra un desplome en los mercados financieros nacionales, estos hacen posible el proceso productivo de la economía: exportaciones, insumos intermedios y productos finales del sector no comerciable.

recesión impide la existencia de una tasa de interés *ex ante* que provea el rendimiento deseado por los bancos. Dado que las filiales no pueden llevar a cabo la producción sin financiamiento, la economía se precipitaría efectivamente hacia una profunda recesión. En este planteamiento estático, el crédito comercial entre unidades productivas independientes no es capaz de eliminar los problemas de riesgo moral, por lo que el entorno deprimido se mantendría. En contraste, el financiamiento otorgado a través del mercado interno de capitales sí es factible, dado que implica ceder derechos de control, logrando así que la filial continúe sus operaciones y se revierta el estancamiento económico.²⁷ Este último escenario se presenta en la Gráfica 11, en donde ambos bancos deciden prestar todo el crédito disponible (\$2) a la empresa exportadora (E).²⁸

²⁷ En un planteamiento alternativo Petersen y Rajan (1995) muestran que la concentración bancaria contribuye a reducir el problema de riesgo moral al permitir relaciones de largo plazo con las empresas deudoras y así suavizar el cobro de intereses a través del tiempo.

²⁸ Este modelo diagramático no incluye un mercado financiero extranjero ni tampoco los programas de rescate implantados por el gobierno, de aquí que no sea capaz de hacer explícito por qué sólo ciertas empresas pudieron conseguir fondos en los mercados de capitales internacionales ni el por qué el mercado financiero doméstico estuvo prácticamente paralizado. Sin embargo, este nivel de abstracción captura la esencia del argumento del artículo sobre la paradoja de crecimiento sin financiamiento externo. En la realidad (y en el modelo), las empresas no exportadoras al ser racionadas por el mercado externo doméstico, se vieron obligadas a hacer uso del mercado interno de capitales, modificación que era posible cuando pertenecían a un grupo económico. Es decir, en el



Gráfica 11. Estructura financiera durante la crisis.

En esta gráfica se observa que ante un entorno de información asimétrica severo, el financiamiento otorgado a través del mercado interno de capitales sí es factible, dado que implica ceder derechos de control, logrando así que la filial continúe sus operaciones y se revierta el estancamiento económico. En este escenario ambos bancos deciden prestar todo el crédito disponible (\$2) a la empresa exportadora (E). En el escenario descrito se supone que el auge en el mercado extranjero prevalece, de aquí que la empresa exportadora siga demandando una unidad de capital para sus operaciones productivas. Asimismo, en este nuevo entorno, la exportadora tiene posibilidades de obtener ganancias adicionales mediante operaciones financieras. Es decir, al triangular la otra unidad de capital a través del mercado interno de capitales del GE, la exportadora no sólo hace factible la producción en la filial, sino también genera ingresos financieros.

En el escenario descrito en la Gráfica 11 se supone que el auge exportador prevalece, de aquí que la empresa exportadora siga demandando una unidad de capital para sus operaciones productivas. Asimismo, en este nuevo entorno, la exportadora tiene posibilidades de obtener ganancias adicionales mediante operaciones financieras. Es decir, al triangular la otra unidad de capital a través del mercado interno de capitales del GE, la exportadora no sólo hace factible la producción en la filial, sino también genera ingresos financieros. Para los dos bancos tiene sentido asignar todo el financiamiento disponible a la exportadora, a pesar de que una unidad sea finalmente desviada a través del mercado interno de capitales. La racionalidad de esta decisión se debe a que los gerentes/dueños de la exportadora pueden ejercer sus derechos de control en casos de fragilidad financiera, y así determinar el grado de esfuerzo empresarial a ejercer por la gerencia de la filial. En consecuencia, los severos problemas de riesgo moral que inicialmente amenazaban con desplomar el sistema financiero y la producción nacional, logran ser superados al cambiar

modelo, el mercado doméstico no se colapsa una vez que se activa el mercado interno de capitales. Un incremento en la incertidumbre económica (e.g. una perspectiva pesimista sobre la demanda por bienes no comerciables) produce simplemente una triangulación en el flujo financiero, que va de los inversionistas hacia las empresas exportadoras, y de éstas hacia las filiales, por lo que a fin de cuentas estas últimas evitan ser racionadas.

la estructura de capital de las empresas, las cuales dependen ahora más del *crédito comercial* obtenido a través del mercado interno de capitales.²⁹

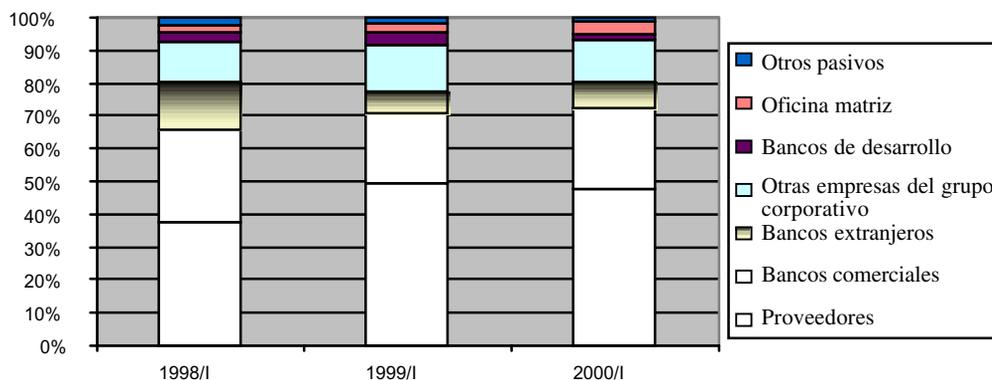
El crédito comercial y los mercados internos de capitales

Para avalar empíricamente la tesis que explica la paradoja del crecimiento sin financiamiento externo, en este apartado se presentan algunos indicadores del financiamiento productivo de los últimos años de la década de los noventa. Para ello se hace referencia a una encuesta trimestral del Banco de México sobre la coyuntura del mercado crediticio. Dicha encuesta es de cobertura nacional y abarca al menos 500 empresas de todo tamaño. Desafortunadamente, se empezó a aplicar el primer trimestre de 1998 por lo que no es posible hacer un análisis comparativo antes y después de la crisis bancaria.

Esta encuesta señala el porcentaje del total de crédito que corresponde a cada fuente de financiamiento. En la Gráfica 12 se presentan los porcentajes de cada fuente para los primeros trimestres de 1998, 1999 y el 2000, datos que incluyen a todas las empresas de la muestra. Un punto relevante a resaltar es que el crédito obtenido de los proveedores es extremadamente importante, fluctuando en un rango de 40-50%. En contraste, el crédito otorgado por la banca comercial es mucho menor, aunque repunta ligeramente en el año 2000. Inclusive en dicho año, la proporción de esta forma de crédito corresponde solamente a la mitad del crédito otorgado por proveedores. Asimismo, la tercera forma de financiamiento consiste en crédito otorgado por empresas del grupo corporativo, ya sea la oficina matriz u otras empresas del grupo. Estas cifras señalan con claridad la presencia de un activo mercado interno de capitales, en el cual los recursos financieros fluyen entre las distintas empresas afiliadas a un grupo económico. Esta forma de financiamiento fluctúa alrededor de 15% en los tres años de la muestra. Sin embargo, se podría decir que estas cifras reflejan tan sólo una cota mínima de la importancia del mercado interno de capitales, dado que la encuesta no permite saber qué porcentaje del crédito comercial proviene de proveedores afiliados al grupo económico. De igual forma, no se puede distinguir cuál es la proporción del crédito bancario que es del tipo vinculado, es decir, el crédito asignado por un banco en que el grupo económico tiene un control accionario importante.

En la Gráfica 13 se desglosan los porcentajes anteriores dependiendo de si la empresa es o no exportadora. Las cifras presentadas corresponden exclusivamente al primer tri-

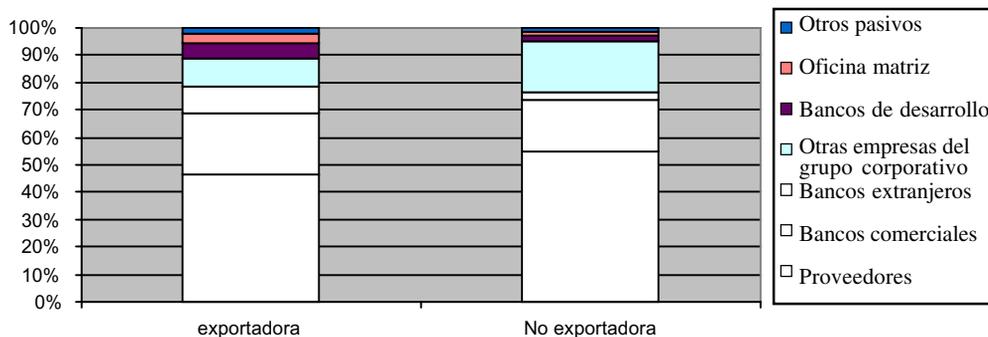
²⁹ La estructura cerrada y familiar de los grupos económicos les permite a sus accionistas mayoritarios cambiar de una situación en la cual las unidades productivas actúan como centros autónomos de ganancia, independientemente de las oficinas centrales, a una situación en la que las decisiones financieras se toman de manera centralizada. Aquí no se pretende explicar por qué esta estructura de derechos de control existe, simplemente se considera que el primer comportamiento se da bajo condiciones macroeconómicas normales, en tanto que el segundo ocurre cuando hay fragilidad financiera en alguna de las unidades.



Gráfica 12. Fuentes de financiamiento. Porcentajes.

Fuente: Encuesta trimestral de evaluación coyuntural del mercado crediticio, Banxico.

En esta gráfica se presentan los porcentajes de cada fuente de financiamiento para los primeros trimestres de 1998, 1999 y el 2000, datos que incluyen a las 500 empresas de la muestra. Un punto importante a resaltar es que el crédito obtenido de los proveedores es extremadamente importante, fluctuando en un rango de 40-50%. En contraste, el crédito otorgado por la banca comercial es mucho menor, aunque repunta ligeramente en el año 2000. Inclusive en dicho año, la proporción de esta forma de crédito corresponde solamente a la mitad del crédito otorgado por proveedores. Asimismo, la tercera forma de financiamiento consiste en crédito otorgado por empresas del grupo corporativo, ya sea la oficina matriz u otras empresas del grupo.



Gráfica 13. Fuentes de financiamiento, 1994/I. Porcentajes.

Fuente: Encuesta trimestral de evaluación coyuntural del mercado crediticio. Banxico.

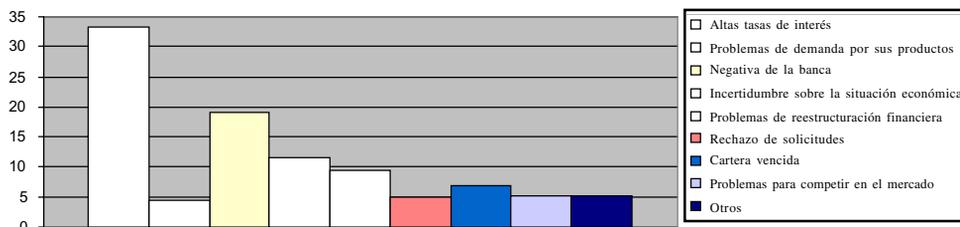
En esta gráfica se desglosan los porcentajes de financiamiento dependiendo de si la empresa es o no exportadora. Las cifras presentadas corresponden exclusivamente al primer trimestre del año de 1999. Cabe resaltar que si bien en ambos casos existe una fuerte dependencia del crédito comercial de proveedores, en las empresas no exportadoras el porcentaje proveniente de esta fuente es superior en ocho puntos, llegando a ser el monto recibido de 54.7% en 1999/I. Como era de esperarse, las empresas exportadoras reciben mayor financiamiento bancario del extranjero —9% contra 3% que reciben la no exportadoras en 1999/I.

mestre del año de 1999. Cabe resaltar que si bien en ambos casos existe una fuerte dependencia del crédito comercial de proveedores, en las empresas no exportadoras el porcentaje que proviene de esta fuente es superior en ocho puntos, llegando a ser el monto recibido de 54.7% en 1999/I. Aunque no se presentan los datos correspondientes para los demás años de la muestra, el patrón anterior es recurrente. Como era de esperarse, las empresas exportadoras reciben mayor financiamiento bancario del extranjero —9% contra 3% que reciben la no exportadoras en 1999/I—. Ante un menor acceso al financiamiento internacional, las empresas no exportadoras recurren más al que proviene de los mercados internos de capitales que opera entre las filiales y al *holding* de cada grupo, que fue de 20.4% para 1999.

También resulta ilustrativo analizar las fuentes de financiamiento atendiendo al tamaño de la empresa. En cuanto al crédito de proveedores, y como era de esperarse, la dependencia se mueve inversamente con el tamaño de la empresa,³⁰ oscilando entre 57.7% para las más pequeñas y 22.2% para las muy grandes. El tamaño es también un determinante para el acceso al financiamiento de bancos extranjeros, ya que las empresas AAA obtienen 29.6% de sus recursos crediticios de esta fuente, cifra que contrasta con el magro 2.3% obtenido por las empresas chicas. En cuanto al mercado interno de capitales, las cifras parecen indicar que los recursos financieros fluyen de las empresas muy grandes del grupo hacia las demás filiales. Destacando, las empresas grandes reciben 20.6% de esta fuente de financiamiento, en tanto que las chicas y medianas reciben cerca de 16%.

De esta encuesta también se puede saber que un porcentaje muy importante de empresas (cerca a 66%) no acuden al crédito bancario en estos tres años. Las empresas no exportadoras y las chicas son severamente racionadas en este mercado, dado que cerca de 74% de estas dos categorías no recibieron crédito alguno para el año de 1999. En general, la ausencia de crédito de la banca comercial se debe a las altas tasas de interés y a su negativa a otorgar financiamiento, aunque también contribuyen los problemas de reestructuración financiera, el rechazo de solicitudes y la cartera vencida. Estos factores señalan que el contexto financiero de ese periodo y, en particular, la fragilidad de los bancos generaron un entorno desfavorable para esta forma tradicional de financiamiento. En la Gráfica 14 se presenta el caso de las empresas medianas para 1999, como un ejemplo representativo de estas aseveraciones. Cabe notar que los factores arriba referidos suman 71.3% de las razones por las que las empresas medianas no reciben crédito bancario. La única discrepancia relevante con los demás tamaños de empresas es que para las muy grandes, y con acceso a los mercados internacionales, las elevadas tasas de interés nacionales son un

³⁰ Empresas chicas: valor de las ventas en 1997 de 1 a 100 millones de pesos; empresas medianas: valor de las ventas de 101 a 500 millones de pesos; grandes: valor de las ventas de 501 a 5 000 millones de pesos; AAA: valor de ventas mayor a 5 000 millones.



Gráfica 14. Motivos de las empresas medianas para no utilizar crédito bancario, 1999/I.

Fuente: Encuesta trimestral de evaluación coyuntural del mercado crediticio, Banxico.

La ausencia de crédito de la banca comercial se debe a las altas tasas de interés y a la negativa de la banca a otorgar financiamiento, aunque también contribuyen los problemas de reestructuración financiera, el rechazo de solicitudes y la cartera vencida. Estos factores señalan que el contexto financiero de ese periodo y, en particular, la fragilidad de los bancos generaron un entorno desfavorable para esta forma tradicional de financiamiento. En particular la gráfica presenta el caso de las empresas medianas para 1999, como un ejemplo representativo de estas aseveraciones. Cabe notar que los factores arriba referidos suman 71.3% de la razones por los cuales las empresas medianas no reciben crédito bancario.

factor muy preponderante, el cual llega inclusive a ser 60% del motivo para no acceder al crédito de la banca comercial.

Cabe destacar que los datos disponibles para los años 1999 y 2000 señalan que, sin importar la categoría, más de 63% de las empresas otorgaron algún tipo de financiamiento, siendo las exportadoras las más activas. En el primer trimestre de 2000, 86.6% de este tipo de empresas ofrecían créditos a clientes, proveedores u otras empresas del grupo. En la misma encuesta se aprecia que la filiación de la empresa a un grupo es importante. Esto es así ya que los plazos de financiamiento son más largos cuando el crédito se deriva del mercado interno de capitales. Resulta indudable que dicho factor obedece principalmente a los derechos de control que se ejercen sobre la empresa acreditada, lo cual disminuye los problemas de información asimétrica.

Conclusiones

En el presente trabajo se analiza el crecimiento atípico de la economía mexicana entre los años 1996 y 2000. Los datos de este periodo muestran tasas de crecimiento del PIB muy superiores a las observadas en los últimos veinte años, lo cual resulta paradójico, tomando en cuenta que dichas tasas se alcanzaron en un contexto de crisis bancaria y de parálisis en la emisión de valores a través de los mercados de capitales nacionales. El argumento esgrimido para resolver esta paradoja se basa en una recomposición en la estructura de capital, dado que las empresas favorecieron el crédito comercial de proveedores y el financiamiento a través de un mercado interno de capitales. El análisis sugiere que la dinámica de este mercado se debió principalmente a la existencia de grupos o redes de empresas en la economía mexicana. Debido a esta forma de organización industrial, las empresas con excedentes

líquidos fueron capaces de prestar a sus filiales, sobre las cuales ejercen derechos de control que ayudan a reducir los problemas de riesgo moral característicos de las economías en las que el vínculo entre acreedor y deudor es distante. Dichos problemas son severos en un contexto de fragilidad financiera como el experimentado por las empresas mexicanas, al grado de contribuir al desplome del sistema financiero externo en el país.

Un estudio más formal es necesario para detectar la existencia de un mercado interno de capitales en aquellas empresas asociadas a un grupo económico. Castañeda (2003b y 2003c) presenta evidencia econométrica con datos de grandes empresas que cotizaban en bolsa durante el periodo 1992-2000. En dichos estudios se encuentra evidencia consistente con algunas implicaciones de la hipótesis sustentada en este trabajo, sin que se presenten pruebas definitivas. En particular, se muestra que: *a*) no existe conexión estadística entre el flujo de efectivo y la inversión en activos fijos de las empresas durante el periodo de parálisis financiera, por lo que, paradójicamente, este periodo no se caracterizó por restricciones financieras severas, al menos para empresas listadas en bolsa que por lo general pertenecían a grupos económicos; *b*) empresas saludables financieramente y con lazos bancarios no fueron racionadas durante el periodo de liberalización financiera (1992-1994), aunque esta situación se revirtió con la crisis bancaria de 1995, indicando que el mercado descontó la conexión que tenían con bancos que enfrentaban problemas. 🌀

Bibliografía

- Basave, Jorge, *Los grupos de capital financiero en México (1974-1995)*, México, IIEC-UNAM, Ediciones el Caballito, 1996.
- , *Empresas mexicanas ante la globalización*, México, IIEC-UNAM, Miguel Ángel Porrúa Editores, 2000.
- Bernanke, Ben y Mark Gertler, “Financial fragility and economic performance”, *Quarterly Journal of Economics*, febrero, 1990, pp. 87-114.
- Biais, B. y C. Gollier, “Trade credit and credit rationing”, *Review of Financial Studies*, invierno, vol. 10, núm. 4, 1997, pp. 903-937.
- Castañeda, Gonzalo, Christopher Barry y Joseph Lipscomb, “Análisis y perspectivas de los créditos hipotecarios en México”, *Inversión y Finanzas*, vol. 3, núm. 1, México, Bolsa Mexicana de Valores, enero-junio, 1995, pp. 21-56.
- , *La empresa mexicana y su gobierno corporativo. Antecedentes y desafíos para el siglo XXI*, Puebla, México, Universidad de las Américas-Puebla y Alter Ego Editores, 1998.
- , “Internal capital markets and financial crisis. A theoretical explanation of the Mexican recovery after the 1995 Crisis”, *Cuaderno de Investigación*, Departamento de Economía, Universidad de las Américas-Puebla, 2003a.
- , “Internal capital markets and Financing Choices of Mexican Firms, 1995-2000”, en Arturo Galindo y Fabio Schiantarelli (editores), *Credit Constraints and Investment in Latin America*, Washington D.C., Inter American Development Bank, 2003b.
- , “Consequences of firms’ relational financing in the aftermath of the 1995 Mexican banking crisis”, *Journal of applied Economics* (en prensa).
- Concheiro, Elvira, *El gran acuerdo. Gobierno y empresarios en la modernización salinista*, México, IIEC-UNAM, Ediciones Era, 1996.
- Cordero, Salvador, “La burguesía industrial en México. La política industrial del Estado y el control monopólico del mercado por la gran empresa industrial”, tesis de licenciatura en Sociología, México, UNAM, 1974.
- Correa, Eugenia y Alicia Girón, *Crisis y futuro de la banca en México*, México, IIEC-UNAM, Porrúa, 2002.

- Garrido, Celso, "Economía, financiamiento y empresas en México. Evolución desde 1995, tendencias y desafíos", manuscrito UAM-Azcapotzalco, México, 2002, <http://www.azc.mx/csh/economia/empresas/integrantes.htm>
- , "El liderazgo de las grandes empresas industriales mexicanas", en Wilson Peres (coordinador), *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos*, México, Siglo XXI Editores y CEPAL, 1998, pp. 397-472.
- Gertner, R.S., Scharfstein y J. Stein, "Internal versus external capital markets", *Quarterly Journal of Economics*, noviembre, 1994, pp. 1211-1230.
- Girón, Alicia y Eugenia Correa, *Crisis bancaria y carteras vencidas*, México, IIEC-UNAM, UAM, La Jornada Ediciones, 1997.
- Granovetter, Mark, "Coase revisited: business groups in the modern economy", en Mark Granovetter y Richard Swedberg (editores), *The sociology of economic life*, Cambridge, MA, Westview Press, 2001, pp. 327-356.
- Holmström, B. y J. Tirole, "Financial intermediation, loanable funds and the real sector", Working paper, IDEI, University of Toulouse, 1994.
- Khanna, Tarun, "Business groups and social welfare in emerging markets: existing evidence and unanswered question", *European Economic Review*, vol. 44, 2000, pp. 748-761.
- Labastida, Julio, *Grupos económicos y organizaciones empresariales en México*, México, UNAM, Alianza Editorial, 1986.
- Lamont, O., "Cash flow and investment: evidence from internal capital markets", *Journal of Finance*, vol. 52, 1997, pp. 83-110.
- Lederman, D.; A.M. Menéndez; G. Perry y J. Stiglitz, "Mexico: five years after the crisis", Working paper, Washington D.C., World Bank, 2000.
- Leff, Nathaniel, "Capital markets in the less developed: the group principle", en Ronald McKinnon (editor), *Money and finance in economic growth and development*, New York, Marcel Dekker, 1976.
- Marino, Roberto, "La autoridad monetaria frente a las crisis financieras: la experiencia reciente del Banco de México", *Monetaria*, enero-marzo, 1996, pp. 1-30.
- Mishkin, Frederic S., "Understanding financial crises: a developing country perspective", Working paper, núm. 5600, NBER, 1996.
- Morera, Carlos, *El capital financiero en México y la globalización. Límites y contradicciones*, México, IIEC-UNAM, Ediciones El Caballito, 1998.
- Petersen, M. y R.G. Rajan, "The effect of credit market competition on lending relationships", *Quarterly Journal of Economics*, mayo, 1995, pp. 407-443.
- y R.G. Rajan, "Trade credit: theories and evidence", *Review of Financial Studies*, Fall, vol. 10, núm. 3, 1997, pp. 661-691.
- Pozas, María de los Angeles, "Mexican firms in the new global economy", Ph.D Dissertation, Baltimore, The Johns Hopkins University, 1999.
- Puga, Cristina y Ricardo Tirado, *Los empresarios mexicanos, ayer y hoy*, México, UNAM, UAM, COMECO, Ediciones El Caballito, 1992.
- Ros, Jaime, "From the capital surge to the financial crisis and beyond: the Mexican economy in the 1990's", en Ricardo Ffrench-Davis (editor), *Financial crises, in "successful emerging economies"*, Washington D.C., ECLA-UN & Brookings Institution Press, 2001.
- Scharfstein, D., "The dark side of internal capital markets II: evidence from diversified conglomerates", Working paper, Massachusetts, MIT, 1997.
- y J. Stein, "The dark side of internal capital markets: divisional rent seeking and inefficient investment", Working paper núm. 5969, NBER, 1997.
- Shin, H.H. y Y. Park, "Financing constraints and internal capital markets: evidence from Korean chaebols", *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, 1999, pp. 169-191.
- y R. Stultz, "Are internal capital markets efficient?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, 1998, pp. 531-552.
- Vidal, Gregorio, *Grandes empresas, economía y poder en México*, México, UAM-Ixtapalapa, Plaza y Valdéz Editores, 2000.

