

# El derrumbe de las bolsas de valores y el financiamiento de las empresas

JOSÉ LORENZO SANTOS VALLE  
J. HÉCTOR CORTÉS FREGOSO

Durante el pasado mes de octubre de 1997 se presentó el llamado ciclón o terremoto bursátil asiático, iniciado al parecer en la plaza de Hong Kong. Desde ahí, el fenómeno pareció, como por contagio, expandirse hacia el resto de las plazas bursátiles de Asia, luego a Europa y finalmente al hemisferio occidental. México y el resto de las economías emergentes latinoamericanas no fueron excepciones sino que padecieron, especialmente en la jornada del 27 de ese mes, "lunes negro", caídas notorias en sus respectivos índices de precios y cotizaciones de las acciones, así como descalabros de mayor o menor cuantía en la paridad de sus respectivas monedas; esto último por el efecto consiguiente de que los inversionistas, supuestamente extranjeros, buscaban afanosamente convertir sus fondos líquidos en dólares, obtenidos tras haber vendido sus carteras de acciones; y de ahí el consiguiente "desaire" que resultaba para la moneda nacional de cada uno de los países hoy llamados *emergentes*.

Pocos días antes, la Bolsa Mexicana de Valores había alcanzado su nivel récord número 55 desde el 1 de enero del mismo año, es decir casi una nueva marca por cada tres días

de actividades efectivas en ese mercado de valores.

Ante la globalización y la extensión a nivel mundial de los fenómenos comentados es pertinente contextualizarlos dentro de los nuevos modelos y mecanismos de financiamiento en el conjunto de plazos o mercados accionarios, por lo que se tratará en el presente análisis el papel del sistema financiero mexicano durante la presente década.

## 1. El financiamiento de las empresas

A fin de financiar sus inversiones, las empresas pueden utilizar recursos propios o bien recurrir al exterior. Cada tipo de financiamiento tiene ventajas e inconvenientes; además, la parte de cada uno de estos tipos de financiamiento en el total es un indicador de salud económica.

### 1.1 El financiamiento interno y la capacidad de autofinanciamiento

Una empresa se autofinancia cuando utiliza sus propios recursos a fin de hacer una inversión. Su capacidad de autofinanciamiento depende a) esencialmente del beneficio neto que ha puesto en reserva, es decir de aquella

parte del beneficio después de impuestos que no fue distribuida entre los accionistas; b) se añaden también las sumas que han sido reservadas para las amortizaciones de sus materiales y de sus equipos a fin de compensar la pérdida de valor debida al gasto del equipo, es decir, la obsolescencia, y c) las provisiones con el fin de cubrir un riesgo eventual: por ejemplo el no pago de una factura.

La tasa o el índice de autofinanciamiento es la relación entre la capacidad de autofinanciamiento de las empresas y la inversión que ellas mismas realizan. Cuando este índice es igual o superior a 100 por ciento, las capacidades de autofinanciamiento de las empresas pueden cubrir las necesidades de financiamiento de manera total; sin embargo, ello no significa necesariamente que estas empresas no recurrirán también, de manera adicional, a otros medios de financiamiento; ello depende de su estrategia.

A principios de los años ochenta el índice de autofinanciamiento de las empresas en la generalidad de los países ricos era aproximadamente de 55 a 60 por ciento; en cambio, a fines de esa misma década el índice fue superior a 80 por ciento.

*Los autores son profesores-investigadores del Departamento de Economía del Centro Universitario de Ciencias Económico Administrativas de la Universidad de Guadalajara.*

### 1.1.1 La elección del autofinanciamiento

El autofinanciamiento es la fuente de financiamiento considerada como la más ventajosa y, con frecuencia, es un indicador de una administración sana; pero el autofinanciamiento rara vez logra satisfacer al conjunto o la totalidad de la inversión ya que, por una parte, depende de los beneficios anteriores, y las empresas, por otra parte, también pueden verse incitadas a solicitar préstamos si las tasas de interés son particularmente bajas.

El autofinanciamiento, que es una fuente privilegiada de financiamiento, tiene sin embargo efectos contraproducentes: las empresas pueden verse tentadas a inflar sus precios o bien a disminuir la parte de beneficio que es distribuido en forma de dividendos, lo cual acarrearía que los accionistas se vieran desestimulados.

## 1.2 El financiamiento externo: directo o indirecto

### 1.2.1 Financiamiento externo directo

El financiamiento externo directo es aquel que se obtiene por medio de

los mercados financieros. Este financiamiento es llamado *directo* o bien *desintermediado* ya que no recurre a la transformación monetaria –ésta es la que realizan los bancos a fin de desempeñar su papel de intermediarios entre depositantes y solicitantes de créditos– y permite también poner directamente en contacto a la oferta y con la demanda de capitales.

Para el financiamiento externo directo existen dos medios principales que permiten a las empresas obtener recursos en los mercados financieros:

a) *La emisión de acciones*, que permite un aumento en el capital de la empresa, pero implica el riesgo de llegar a modificar la estructura de la asamblea general de accionistas, y en ocasiones también del consejo de administración de la empresa. Ello sucede cuando los antiguos accionistas no llegan a aprovechar su derecho preferencial de suscripción, es decir su derecho en la compra de acciones, con lo que se conseguiría conservar la misma estructura o proporción de acciones.

b) *La emisión de obligaciones*, que es un empréstito o préstamo público, e implica, por el lado del empre-

sario, la obligación del pago de un interés anual, así como del reembolso del capital, de acuerdo con los vencimientos fijados previamente.

### 1.2.2 El financiamiento externo indirecto

Es el que se obtiene vía crédito bancario. Se le denomina *indirecto* o *intermediado* ya que los bancos desempeñan aquí el papel de intermediarios entre, por una parte, quienes ahorran y, por otra, quienes solicitan préstamos, ya que los bancos operan la llamada *transformación de depósitos en créditos*. El financiamiento externo indirecto se halla desde hace algunos años en fuerte disminución, y es la razón por la que con frecuencia se habla del proceso de *desintermediación bancaria*. Hay que precisar, asimismo, que este tipo de financiamiento llegó a tener dos características importantes en demérito de “la popularidad” de la cual gozó durante muchísimos años: no solamente tiene un costo superior al financiamiento directo (debido a que la actividad bancaria requiere ser remunerada), además hace que las empresas se vayan volviendo más dependientes de los bancos.

En conclusión son tres los tipos principales de financiamiento a los cuales recurren las empresas, el *financiamiento interno* o *autofinanciamiento*, el *financiamiento externo directo* (vía los mercados financieros) y el *financiamiento externo indirecto* (a través de los bancos); en el caso de los dos primeros se ha presentado un fuerte crecimiento en uno y en el otro a partir de mediados de los años ochenta; ello es un indicador de que la situación de las empresas ha ido mejorando y también del tránsito, gradual y desigual obviamente, entr



unas y otras economías nacionales, de una economía de endeudamiento a una economía de mercados financieros.

## 2. Los dos modelos principales de financiamiento en la posguerra: economía de endeudamiento y economía de mercados financieros

Algunos agentes económicos, por lo regular las familias (o los hogares), disponen de una capacidad de financiamiento; es decir, sus gastos son inferiores a sus ingresos; en cambio, otros agentes económicos (por lo regular las empresas), presentan necesidades de financiamiento: sus ingresos no son suficientes para cubrir sus gastos totales. Así, dos posibilidades se presentan de manera general:

a) La capacidad de financiamiento de los primeros es suficiente para cubrir las necesidades de financiamiento de los segundos: en este caso se dice que existe una economía llamada de mercados financieros.

b) La capacidad de financiamiento es insuficiente para cubrir las necesidades de financiamiento y es necesario recurrir ampliamente al crédito bancario, y por lo tanto se da la creación monetaria; en este caso la economía es llamada de endeudamiento.

A partir de la segunda guerra mundial se presentó tanto el modelo de economía de crédito o de endeudamiento como el de economía de mercados financieros. Las economías nacionales se volvieron progresivamente, después de la segunda guerra mundial, primero economías de endeudamiento, para transformarse de nuevo, después de mediados de los años ochenta, en economías de mercados financieros.



### 2.1 La economía de endeudamiento y su "efecto boomerang" (la autonomización del endeudamiento)

#### 2.1.1 El endeudamiento acompañó al crecimiento a lo largo del periodo que va aproximadamente de 1945 a 1975

Durante el periodo denominado de *los treinta gloriosos* la economía se convirtió progresivamente en una economía de endeudamiento, dado que las inversiones se hicieron masivas por parte de las empresas, así como debido al fuerte crecimiento del consumo de las familias, en tanto que las capacidades de financiamiento se iban mostrando insuficientes en relación con las necesidades.

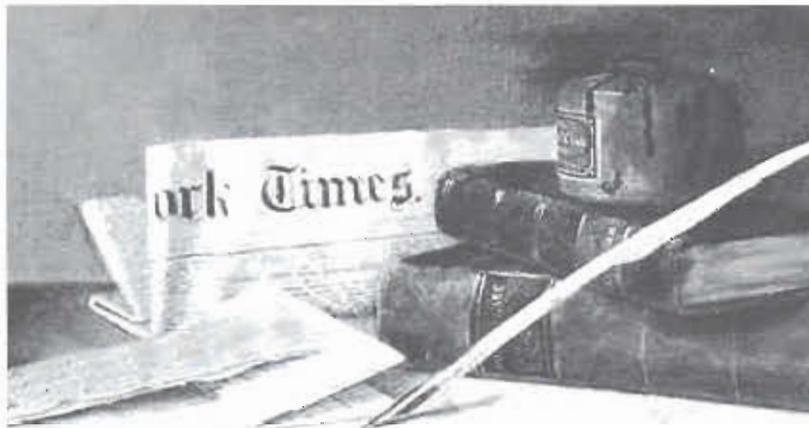
Por ello, los agentes económicos recurrieron cada vez más al crédito, el cual, además, fue favorecido en aquellos años mediante tasas de interés reales relativamente bajas, y las empresas entonces se vieron así ante la presencia del *efecto de palanca del endeudamiento*: la tasa de interés, al ser inferior a la tasa de beneficio esperada, hacía posible que la inversión, al ser financiada a través del préstamo, proporcionara o permitiera ga-

nar una tasa de beneficios por arriba de dicho costo de financiamiento a las empresas. Así, éstas se vieron fuertemente tentadas a recurrir al endeudamiento para el financiamiento de sus inversiones más que a utilizar capitales propios, es decir a autofinanciarse.

De esta manera, el crédito, al permitir un fuerte crecimiento de la demanda tanto de consumo como de inversión, acompañó al fuerte crecimiento de los *treinta gloriosos*; sin embargo, el efecto de palanca señalado se fue paulatinamente transformando en una fuerza contraproducente: fue una especie de *efecto boomerang* que se presentó a partir del inicio de los años setenta.

#### 2.1.2 A partir de los años setenta las economías nacionales se vuelven víctimas del efecto boomerang

Las empresas y las familias poco a poco se fueron endeudando y, con el correr del tiempo, un buen número de ellas (sobre todo por el lado de las empresas) se encontraba en una situación de excesivo endeudamiento. Ello se comprende mejor si se considera que el índice de autofinan-



ciamiento de las empresas fue sumamente bajo a principios de los años ochenta (entre 50 y 60 por ciento); en consecuencia, el resto del financiamiento era proveído vía créditos, por lo cual se padecían fuertes cargas financieras que hacían que las inversiones se fueran reduciendo (lo que ha sido llamado el efecto *boomerang*). Dichas cargas financieras se constituían por el vencimiento de los préstamos, a lo cual se añadía el pago regular de los intereses, los cuales constituyen el costo del mencionado financiamiento, que es una especie de pago de alquiler; de hecho eso es el costo de contar con un financiamiento de fuentes distintas a las propias de la empresa.

Lo anterior también se conceptualizó como *autonomización de las deudas*. En efecto, cada vez se tornaba más necesario contratar deuda, en buena medida para continuar pagando el servicio (amortizaciones más intereses) del cúmulo de deudas anteriores.

De esta manera, el papel del sector bancario fue creciendo, pero al mismo tiempo el crecimiento del crédito se tradujo en un fuerte aumento

de la moneda en circulación y en consecuencia en una inflación importante; así, inflación y reducción de la inversión (y sobre todo reducción del autofinanciamiento) marcaron los límites de la economía de endeudamiento.

## 2.2 El retorno a una economía de mercados financieros

### 2.2.1 El retorno a una economía de mercados financieros se debió a la aparición de nuevas condiciones económicas

Desde el inicio de los años ochenta ciertas políticas económicas de combate a la inflación instrumentadas en general por los países desarrollados dificultaron que prosiguiera la economía de financiamiento a través del endeudamiento:

a) Una política monetaria restrictiva (por ejemplo la que fue practicada desde 1979 por el señor Paul Volker, presidente del banco central estadounidense) por la cual se tendía a disminuir el crédito, y la creación monetaria, lo cual trajo consigo el aumento generalizado de las tasas de interés.

b) Una política que tendía a aumentar la parte del beneficio dentro del producto total generado (valor agregado), vía la moderación de los salarios y de los impuestos, lo cual tendía a permitir, consecuentemente, que las empresas incrementaran su capacidad de autofinanciamiento, es decir el financiamiento llamado de tipo interno.

c) Una política de reducción de gastos del Estado y de privatizaciones, y en general de reducción del endeudamiento del Estado.

En complemento de tales políticas, el financiamiento directo, a través de mercados financieros, se incentiva vía ciertas medidas fiscales así como por la aparición de nuevos productos financieros.

### 2.2.2 Regreso a los mercados financieros

La economía se fue orientado hacia una economía de mercados financieros, desde finales de los años ochenta por lo cual es posible señalar lo siguiente: a) se observa un fuerte incremento del autofinanciamiento; por ejemplo Francia alcanzó 92 por ciento en 1986, y se mantiene desde entonces en índices elevados superiores a 80 por ciento; b) se recurre cada vez más a los mercados financieros; c) se da una disminución relativa del crédito y de la intermediación bancaria en general, y d) se observa en general una marcada baja de la inflación.

Este conjunto de transformaciones no se da siempre de manera serena y esto hace que aparezcan temores y preocupaciones ya que: a) puede conducir a una *excesiva financiarización de la economía* que podría entorpecer y dificultar las inversiones productivas y los empleos, y

muy limitado en la medida en que está poco estimulado a través del crédito, el cual se caracteriza ahora por altas tasas de interés. Este nuevo crecimiento necesita un fuerte índice de ahorro previo.

En conclusión, durante la fase conocida como de endeudamiento, los gastos eran superiores a los ingresos; al parecer era costumbre vivir gastando más de lo que se tenía. Las políticas económicas de los años ochenta, al permitir el financiamiento de las inversiones vía un ahorro previo y no más mediante el expediente de la creación monetaria a través del crédito bancario, lograron, de acuerdo con la concepción de los liberales, sanear nuevamente las economías.

#### 4. ¿Un fin de ciclo más de sube y baja de las bolsas de valores?

Quien ha decidido destinar alguna parte de sus disposiciones de dinero en efectivo (trátese de un ahorrador de cierto alcance, de un sindicato, de una empresa que administra el fondo de ahorro de trabajadores, o del tesorero de una empresa importante) en la compra de acciones en la bolsa de valores, lo hace por al menos alguna de las siguientes razones: a) por la búsqueda de dividendos, b) por especular, y c) por intentar adquirir fracciones mayores del capital de la empresa cuyas acciones son objeto de la compraventa.

A partir de 1989, el mercado de valores de México se abrió ante el exterior. En diciembre de 1994 y octubre de 1997 hubo verdaderos terremotos en el mercado de las ac-

ciones. Antes del 28 de octubre de 1997 se presenciaron una picada por momentos incontenible, de los niveles alcanzados apenas días atrás por las bolsas de valores de los cinco continentes. Fue la primera catástrofe bursátil a nivel planetario.

¿Qué puede esperarse que ocurra con la economía nacional? El peso mexicano sufrió una merma en su valor de cerca de 10 por ciento sólo durante la jornada de ese lunes. Es decir, el dólar, en su papel de valor-refugio es fuertemente demandado en contrapartida de buena parte de los recursos que han abandonado al mercado de las acciones, en parte, desde luego, para regresar al exterior en una proporción nada despreciable.

Si se parte del consenso según el cual el signo monetario nacional se hallaba sobrevaluado hasta ese lunes a primera hora, en un porcentaje al parecer similar al que a la postre equivaldría su merma, puede concluirse que por ese lado no fue, al menos a juzgar por lo que ocurrió en esa jornada, totalmente negativo. Sin embargo, como se decía, si en escasos ocho años de apertura del país en lo que a mercados financieros se refiere, con una liberalidad excesiva que permite que los capitales pasen por el país en su afán de especulación, sin que se les pongan ni las mínimas condiciones, como sería el que estuvieran en el país un lapso mínimo (cosa que, en cambio, sí practica el país "modelo" de economía latinoamericana: Chile, que establece en seis meses como período mínimo de estancia de cualquier capital procedente del exterior), en

tales condiciones habría que interrogarse qué tan favorable es para el país una apertura indiscriminada al exterior.

A juzgar por las informaciones difundidas ampliamente ese lunes, fueron Brasil, Argentina y México, en el ámbito del subcontinente, los que mayores descalabros sufrieron en sus bolsas, con bajas muy importantes de entre un 12 y un 14 por ciento. Chile, en cambio, al parecer habría tenido una baja mucho menor, de cerca de un 6%. ¿No es éste un indicio claro de que la excesiva liberalidad con que se ha tratado a los capitales que visitan el país resulta demasiado peligrosa en determinados momentos? También en la ocasión anterior en que una sacudida bursátil acarreo rápidamente sus efectos hacia otros países, en México se observaron disposiciones previas, en cuanto a política financiera exterior, demasiado blandas.

¿Cuántas crisis y "huracanes" más de este tipo habrán de sobrevenir antes de que en México sus autoridades decidan instrumentar algunas sanas limitaciones? O bien, si entre los países del primer mundo han conseguido armonizar en alguna medida sus respectivas políticas monetarias y financieras, y así resguardarse ante las corridas especulativas que, como en ciclos, se suceden de cuando en cuando, ¿hasta cuándo conseguirá México concertar con otros países en condiciones similares parte de sus políticas financieras ante el exterior, para evitar que ataques especulativos como los actuales provoquen efectos tan adversos como bruscos, con la frecuencia con que se vienen presentando?