

La financiarización en grandes empresas mexicanas. ¹

Introducción.

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

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

El fenómeno de la financiarización abarca la gestión del déficit público de los gobiernos, las inversiones de los propios intermediarios financieros, los fondos de pensiones, el consumo de las familias y el manejo de las tesorerías de las grandes empresas. En el caso de estas últimas los altos grados de acumulación de deuda están acompañados del desplazamiento de la deuda bancaria destinada a la inversión y la

¹ M. Guadalupe Huerta Moreno. (Departamento de Administración UAM-A) mghmoreno@yahoo.com.mx

producción por un papel más activo de los mercados de capitales hasta convertirse, por mediación de las innovaciones financieras y la especulación, en una fuente de rentabilidad y de ganancias corporativas tan o más importantes que las obtenidas en las esferas de la producción y la circulación.

En la financiarización los accionistas se convierten de hecho en acreedores. Toman la forma de propietarios de acciones y títulos o directamente de prestamistas que exigen a los administradores de las empresas generar el máximo beneficio inmediato posible. Objetivo alcanzado con la diversificación de inversiones físicas y financieras.² Aunque la financiarización es el marco de la nueva acumulación capitalista existen diferencias en las formas de articularse a la misma, pues mientras para la gran empresa acoplarse a esa nueva forma de valorización del capital apreció, por intermedio de la sobrecapitalización y el endeudamiento, como una salida natural a la búsqueda de mayores ganancias, para los establecimientos industriales más pequeños sus efectos se dejan sentir cuando las afectaciones al funcionamiento de la gran empresa se transmiten a la actividad económica en general y el funcionamiento de los mercados internos.

En el marco de esa reflexión se preparó el presente Reporte de Investigación, correspondiente al proyecto: **El sistema financiero mexicano y el financiamiento de la inversión 1982-1997, con Número de Registro 718**. Este se compone de dos secciones. En la primera se revisan algunas de las contribuciones a la construcción del concepto financiarización. En la segunda se expone la financiarización en tres grandes corporativos empresariales mexicanos (Bimbo, América Móvil y Comercial Mexicana). Al final se presentan las conclusiones.

1.- Financiamiento, inversión y financiarización.

² Aunque también se aplican estrategias corporativas orientadas a la reducción de los costos laborales y la relocalización de la producción.

En la construcción del concepto de financiarización está incorporada la reflexión respecto de los grandes cambios experimentados en las últimas cuatro décadas en la operación de los sistemas financieros y los impactos derivados de la articulación de los mercados financieros y la creación de innovaciones, así como el análisis de sus implicaciones en el crecimiento económico, el endeudamiento y el consumo asociados a la movilización y uso del capital prestable. Los mayores aportes a esa reflexión se han producido desde la economía heterodoxa³ –postkeynesianos- (Lapavitsas, 2009,2010) porque su aproximación a los procesos de inversión en el capitalismo y al funcionamiento de los mercados financiero no se basa en supuestos *ah hoc* como sucede en la economía convencional. En esta el punto de partida esencial para explicar el financiamiento de la inversión es considerar que el ahorro precede a la inversión ($A \rightarrow I$) y las instituciones financieras son simples intermediarios entre ahorradores e inversionistas. Dado que las decisiones de ahorro e inversión son tomadas por actores diferentes el equilibrio se alcanza a través del ajuste automático del mercado que garantiza que la demanda de recursos para inversión se satisfaga con el ahorro existente a la tasa de interés⁴ que iguala la oferta y la demanda de fondos prestables.

En esta perspectiva existe un mercado de certidumbre perfecta y de dicotomía entre el sector real y financiero, donde las únicas funciones que asume el dinero son las de unidad de cuenta y medio de cambio, y si se le extrae de la circulación es con la única intención de poder liquidar pagos en fechas futuras, y en tanto que sus variaciones no afectan las variables reales el dinero es neutral a largo plazo.⁵ Por lo que no hay lugar para utilizar el dinero como medio de obtención de ganancias más allá de la esfera productiva, lo que cancela la posibilidad de su uso con fines especulativos. Aquí las

³ Esto sin omitir los aportes que desde el marxismo se han hecho al concepto de capital ficticio.

⁴ En el esquema Wickseliano la denominada *tasa de interés natural*.

⁵ Es decir, los resultados en el sector real son invariantes respecto a los cambios proporcionales en los precios, salarios o en stock de dinero.

contribuciones van de las que consideran que el sistema bancario es un intermediario esencial que junto a otros intermediarios financieros otorga el crédito disponible (ahorros) para la inversión (Gurley and Shaw, 1955) hasta las que afirman que las economías no crecen debido a la represión financiera (Mackinnon, 1973; Fry, 1990) pasando por la idea de los mercados eficientes (Fama, 1965) y los desarrollos que incorporan los conceptos de incertidumbre, información asimétrica, mercados imperfectos y el racionamiento de crédito (Stiglitz y Weiss, 1981; Greenwald, Stiglitz y Weiss, 1984; Jaffe y Stiglitz, 1990). Autores que ven a los mercados crediticios como “mercados de promesas” susceptibles al riesgo. A esos trabajos se suman los modelos de prevención de crisis y alertas tempranas (Kaminsky y Reinhart, 1998; Calvo y Reinhart, 1996; Kamisky, et. al. 1998) donde la idea central es que las crisis – cambiarias, bancarias y gemelas-, son susceptibles de modelarse y prevenirse, lo que significa que el comportamiento de la economía tiene regularidades que pueden capturarse en modelos probabilísticos con fines predictivos. Nada más alejado de la realidad.

En materia financiera uno de los problemas con la economía convencional es que no sólo se parte de una concepción de equilibrio en el funcionamiento de la economía y de los sistemas financieros que está vaciada de la lógica de la valorización del capitalismo financiero sino también que se mantiene, en general, el supuesto de que los intermediarios simplemente se especializan en cumplir la función técnica de canalizar fondos de las unidades superavitarias a las deficitarias. Por ello es que al no considerar las relaciones existentes entre el funcionamiento de las corporaciones y las prácticas especulativas actuales, frente al estancamiento experimentado de los setentas a la fecha de las oportunidades de ganancia en el sector productivo, es incapaz de dar cuenta del fenómeno de la financiarización. En contraste, en los enfoques heterodoxos los análisis

respecto de los problemas del financiamiento se ubican en términos de la acumulación de capital y la rentabilidad de los capitales privados e independientes. No se parte de supuestos mercados perfectos, lo que les brinda un mayor poder explicativo, sino del hecho de que en una economía basada en la propiedad privada y en el trabajo asalariado, el cambio se relaciona con la producción de mercancías, “cosas”, que expresan el tiempo de trabajo socialmente necesario y que se destinan al consumo social. Donde la disociación entre ventas y pagos que se produce en la circulación de mercancías dio lugar al surgimiento, primero, de las letras de pago y, después, al dinero-crediticio (Hilferding, 1971). Entonces, el dinero-crediticio emerge como resultado de un acto de cambio privado entre particulares, de un acuerdo entre vendedor y comprador para aplazar el pago de tal manera que la venta de la mercancía se realiza en un momento diferente al de la entrega del equivalente social válido: el dinero.⁶ Pero además los actos de inversión no se asocian con la generación de ahorro sino con la búsqueda de ganancias.

Desde la perspectiva keynesiana, la inversión se observa como antecedente del ahorro ($I \rightarrow A$) y se planea y se realiza a partir de la evaluación de expectativas prometedoras, cuya valoración subjetiva influye en el comportamiento de los empresarios, ya que al existir un alto "estado de confianza" sobre el comportamiento futuro de la economía son estimulados a aumentar sus inversiones.⁷ Además en la medida en que se requiere de dinero adicional a los recursos propios de las empresas para llevar a cabo los planes de inversión surge un nuevo motivo para demandar dinero: el financiamiento. Este motivo para demandar dinero es fundamental en una economía monetaria pues aunque consideráramos que el financiamiento de la inversión podría hacerse con el ingreso

⁶ El dinero en la Escuela Postkeynesiana es dinero endógeno, dinero-crediticio que surge una vez que la banca satisface la demanda de préstamos. Hecho que da a la banca una influencia decisiva en el nivel de actividad económica.

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

generado por la venta de los bienes o servicios de la empresa, cabe esperar que se satisfaga con dinero nuevo, creado a través de la oferta de créditos bancarios o porque los saldos inactivos son transferidos a la circulación (Carvalho, 1997). Es decir, los gastos de inversión de las empresas se pueden enfrentar mediante la creación de dinero, y como señala Keynes: "...efectivamente, el dinero es creado por los bancos, no por los ahorradores (Keynes, 1937; 247). Y lo que hace fundamental a las instituciones bancarias para la economía es que pueden - asumiéndose más o menos líquidos- crear el dinero demandado para el financiamiento de la inversión y, a partir de ello, ubicarse por encima del resto de los agentes económicos en la medida en que:

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

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

Las posibilidades de una empresa para seguir operando en una determinada industria y acceder a los recursos de terceros para financiar sus inversiones dependen de su tamaño

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

Ahora bien, en la etapa más reciente de la globalización que comenzó en los setentas del siglo pasado con la desestructuración del sistema financiero internacional emanado de los Acuerdos de Bretton Woods, el avance de las tecnologías de información y la explosión en el uso de innovaciones financieras, frente a los cambios estructurales en las economías capitalistas, las transformaciones en los sistemas financieros (banca y mercados de capitales) dieron viabilidad a prácticas financieras que, desde el ámbito de la investigación económica, resultaron en nuevos aportes orientados a explicar por qué las finanzas adquirieron un lugar preponderante en la acumulación a través de la expansión de la deuda y la especulación. De ahí que se desarrolló una importante reflexión teórica orientada a explicar como la inestabilidad financiera podía afectar la

operación de las empresas a partir de las condiciones en que obtienen préstamos, venden activos o emiten acciones en los mercados financieros (Minsky, 1986, 1987). Desde la perspectiva de análisis del capital financiero monopolista, lo anterior se complementó con estudios orientados a explicar la relación entre el estancamiento económico observado desde mediados de los sesentas frente al incremento de las ganancias empresariales en la esfera financiera, incremento que además se produjo en paralelo al surgimiento de la élite financiera más poderosa de que se tenga cuenta (Magdoff y Sweezy, 1987; Bellamy y Magdoff, 2009; Bellamy y Holleman, 2010).

Es precisamente en la mutación de la acumulación capitalista que el crédito como adelanto de capital para apoyar la producción empieza a desdibujarse y se convierte, por intermedio de los mercados de capitales y las innovaciones financieras, en un apalancamiento dirigido, en la fase de auge económico, a la adquisición de acciones y valores de otras empresas⁸ que pueden usarse como activos líquidos listos para negociarse y respaldar obligaciones de largo plazo vinculadas a inversiones en activos fijos. Esta estrategia lleva a la sobrecapitalización que se traduce en inflación de activos y a un endeudamiento que se expresa en los rubros de activos y obligaciones de las hojas de balance de intermediarios y de empresas (Toporovski, 2000, 2004, 2012).⁹ Pero este endeudamiento, que pesaría menos en las ganancias empresariales por el lado de producción porque los ingresos derivados de la misma podrían utilizarse para amortizar sus obligaciones financieras, resulta sensiblemente desestabilizador en la medida en que las tesorerías de los negocios comprometen recursos en inversiones y en la adquisición de instrumentos financieros cuyos rendimientos dependen, para su realización, de las ganancias de capital esperadas en los mercados financieros.

⁸ Se trata de un sobreinversión basada en el crédito.

⁹ Pero también en los registros financieros de gobiernos y familias,

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

2.- Inversión y financiarización en tres grandes corporativos mexicanos: Bimbo, América Móvil y Comercial Mexicana.

Una forma de ejemplificar la vinculación de las grandes empresas mexicanas a los circuitos financieros, y la utilización de estos, para acrecentar su ganancia empresarial a través de la transferencia de los riesgos de inversión utilizando, para tal fin, esquemas de ingeniería financiera¹⁰ destinadas a realizar inversiones apalancadas en activos físicos y financieros, lo constituyen los casos de Bimbo, América Móvil y Comercial Mexicana. En el transcurso de la década pasada estas tres empresas gestionaron sus estrategias de inversión en dos direcciones: por una parte, con compras apalancadas para tomar el control de empresas relacionadas con sus líneas de negocios pero también con la intención de obtener ganancias especulativas en los mercados de capitales por la variación de los precios de los valores asociados a esas inversiones y, por otra, a través de inversiones en instrumentos financieros derivados usados con fines de cobertura y obtener ganancias especulativas.

Hacia la primera mitad de la década pasada Bimbo, compañía que nació en 1966 y desde 1980 cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores, ya era una de las compañías más importantes en el mundo y la primera en América Latina en la producción,

¹⁰ Fundamentalmente instrumentos financieros derivados.

comercialización y distribución de productos elaborados a base de harina de trigo. De esa parte de la década destacan sus adquisiciones de compañías como Pan Pyc, la segunda empresa panificadora más grande de Perú y la guatemalteca La Mejor, que permitió a Bimbo mejorar su posición en Guatemala, Honduras y el Salvador; Plus Vita, Ltda., una de las principales empresas panificadoras de Brasil; George Weston Ltd., con la que amplió su participación en el mercado americano¹¹; además de la adquisición en 2005, de los activos y marcas propiedad de Empresas Chocolates La Corona, S.A. de C.V. y sus subsidiarias.

De ese mismo año destaca la compra de la Controladora y Administradora de Pastelerías, S.A. de C.V., operadora de las pastelerías El Globo. Al año siguiente comenzó su incursión en el mercado asiático al comprar la empresa Beijing Panrico Food Processing Center, subsidiaria de la empresa española Panrico, S.A., ubicada en China, mediante una transacción que ascendió a 9.2 millones de euros, y que la obligó a asumir una deuda neta de 1.3 millones de euros. Hacia finales de la década la empresa mantuvo su estrategia de expansión en el país y en el mundo. En 2008 adquirió las compañías Laura y Firenze en Brasil y Plucky en Uruguay. En 2009 realizó una de sus compras más importantes en el mercado americano cuando adquirió la empresas de panificación en Estados Unidos de WFI, perteneciente a Dunedin Holdings S.à r.l., una subsidiaria de George Weston Limited (TSX: WN), ubicada en Toronto. Por ambas operaciones se desembolsaron 2,380 y 125 millones de dólares, respectivamente. El pago conjunto de los 2,505 millones de dólares de la operación se efectuó con un financiamiento de 2,300 millones más el restante con recursos propios de la empresa. Además de otras adquisiciones en España, Argentina y Portugal en 2011 se concretó la compra de la empresa de panificación americana North American Fresh Bakery de Sara

¹¹ Operación que involucró un monto de 610 millones de dólares.

Lee Corporation por un total de 752.06 millones de dólares estadounidenses, equivalentes a 10,249 millones de pesos.

Las operaciones anteriores se realizaron con una combinación de capital propio y fuentes externas de liquidez, de tal manera que hasta la primera mitad de la década, la empresa tenía una estructura de apalancamiento integrada por emisiones de créditos mercantiles, Certificados Bursátiles para refinanciar deuda de corto plazo contratada para la adquisición de activos en Estados Unidos (la compra de la empresa George Weston); créditos revolventes, sindicados y directos en dólares utilizados parcialmente para liquidar deuda de forma anticipada; un financiamiento que vencía en 2004 con la Corporación Financiera internacional (IFC, por sus siglas en inglés).¹² A excepción de este financiamiento que contaba con el aval de una de las subsidiarias de Bimbo el resto de la deuda no tenía hasta ese momento ninguna garantía.

Ahora bien, a partir de 2005¹³ se hizo obligatorio para toda empresa reconocer su exposición en instrumentos financieros derivados, los cuales son utilizados no sólo para enfrentar los riesgos de las fluctuaciones en determinadas variables de tipo financiero y en los precios de algunos insumos que cotizan en mercados formales internacionales y que pueden afectar la producción de la empresa sino también para especular.¹⁴ Esto es importante porque frente a la nueva dinámica de valorización del capitalismo financiarizado la operación con derivados se desdobra de los fines de cobertura (de flujo de efectivo o inversión en subsidiarias) para estabilizar los ingresos de la empresa en relación a sus costos y sus gastos mediante la contratación de swaps de tasas de interés

¹² Este ascendía 140 millones de dólares, divididos en tres pagarés. Se contrató en 1996 y fue liquidado en su totalidad en 2008 cuando ya sólo se tenía un adeudo de 11.8 millones de dólares.

¹³ Ello con la entrada en vigor en 2004 del Boletín C-10 (Instrumentos financieros derivados y operaciones de cobertura) para el reconocimiento, valuación y presentación de las operaciones con instrumentos derivados e instrumentos de cobertura en la información financiera presentada por las empresas.

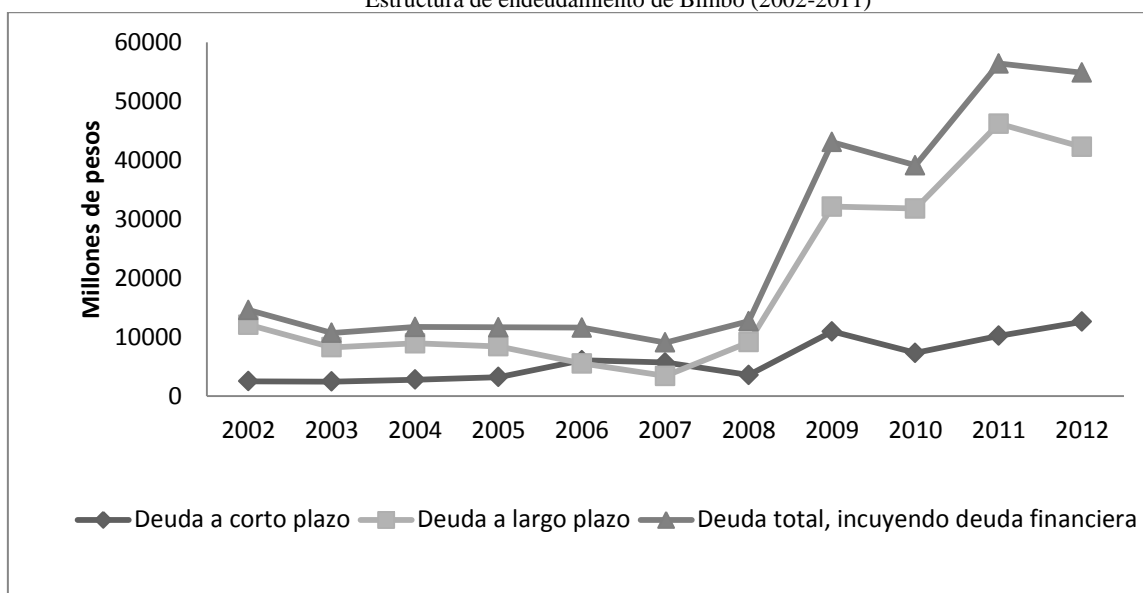
¹⁴ Esta estrategia está orientada a cubrir rubros de activos y pasivos asociados al manejo de los diferentes riesgos (de mercado, de tasas de interés, de tipo de cambio, de precios, de liquidez, de crédito y de capital) que enfrenta la empresa. Por otra parte, dado que su principal insumo productivo es la harina de trigo y su precio se establece en el mercado internacional de commodities, la inestabilidad de la década pasada la llevó a adquirir coberturas de precio del mismo en montos crecientes. Algo similar le ocurrió en el caso del gas natural.

para fluctuaciones en las tasas de interés y tipos de cambio y con futuros y opciones para fijar el precio de compra de las materia primas y los insumos que la empresa utiliza en su producción, hacia las esferas de la especulación financiera en tanto se busca obtener ganancias a partir de los flujos de ingreso producidos por sus fluctuaciones en los mercados financieros y que son independientes de la actividad productiva de la empresa.

Esto se reflejó en los balances de la empresa de tal manera que entre 2005 y 2012, del lado de los activos los instrumentos financieros derivados pasaron de 13 millones de pesos a 1 216 millones.¹⁵ Por el lado de los pasivos en 2005 sólo se reportaron en la deuda a largo plazo un total de 114 millones de pesos en derivados y para 2012 esa cifra se había incrementado en 237 millones en el rubro del pasivo circulante, mientras que en el caso de la deuda de largo plazo su cifra era de 836 millones. Operaciones que se complementan con los montos de endeudamiento de los créditos bancarios y bursátiles que la empresa comenzó a sumir y que desde 2006 se incrementaron de forma importante para pasar de 12 057 millones de pesos (crédito mercantil, deuda a corto plazo y porción circulante de deuda a largo plazo y deuda a largo plazo) a 41 971 millones de pesos en 2012 (créditos bancarios de corto plazo, y créditos bancarios y bursátiles de largo plazo). Lo que significa un incremento del endeudamiento de la empresa en 6 años del 248%. Aunque a diferencia de otros corporativos mexicanos, la empresa Bimbo mantuvo antes y después de la crisis de 2007-2009 una estrategia endeudamiento de largo plazo que no comprometió su estabilidad financiera, hecho reforzado por el nicho de mercado en que opera, sector de alimentos, lo que permitió que su producción y ventas no fuera afectadas significativamente (Gráfica 1).

¹⁵ Incluye 566 millones de pesos por depósitos en cuentas de garantía de instrumentos financieros derivados.

Gráfica 1
Estructura de endeudamiento de Bimbo (2002-2011)



Fuente: elaboración propia con datos de los Informes Anuales de Bimbo (2002-2012).

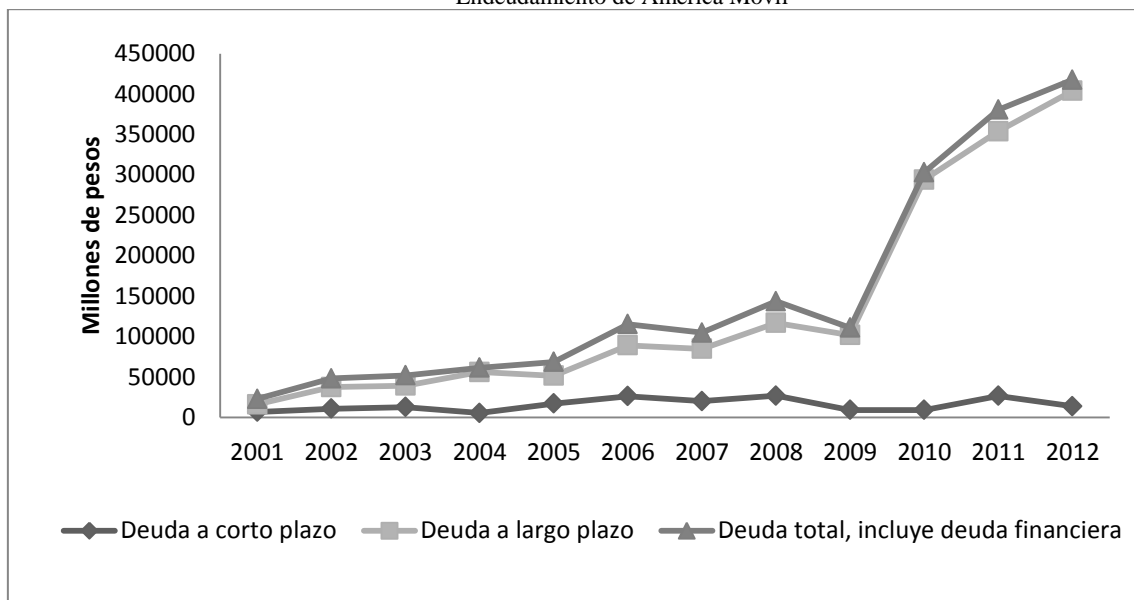
Por su parte, América Móvil, compañía del sector de telecomunicaciones que nace en año 2000 rápidamente amplió su presencia de 9 países en América,¹⁶ a principios de la década pasada, para ubicarse como la más grande de la región con presencia en 18 países en 2012, entre los que destacan Estados Unidos, México (que en términos de región le provee el mayor porcentaje de ingresos con poco más del 40% del total), Brasil, Chile, Colombia, Nicaragua y Argentina. Hasta 2005 esta estrategia de expansión le significó adquisiciones y gastos de inversión por 16 mil millones de dólares.¹⁷ La participación de América móvil en las empresas más importantes en esos países va del 98 al 100% de capital accionario. Para 2012 se sumaban a sus activos los de dos grandes empresas europeas, una en Holanda y otra en Austria, lo que la convirtió en la cuarta empresa más importante del ramo a nivel mundial con un total de 262 millones de clientes. Los mercados de alta tecnología que atiende América Móvil son el de telefonía fija y el de telefonía celular, sin dejar de lado su participación en televisión de paga y accesos de banda ancha, con lo que ese año logro 325.7 millones de accesos.

¹⁶ Para 2005 ya había ampliado su participación a 13 países en América Latina más Estados Unidos.

¹⁷ Las acciones de la empresa se convirtieron en las más bursátiles del mercado de valores mexicano y sus American Depositary Receipts (ADR'S) en los más intercambiados en la Bolsa de Valores de Nueva York

La alta rentabilidad de esta empresa le ha permitido que en la combinación de recursos para su expansión en el mundo tengan un peso importante los recursos propios, mismos que como en el caso de Bimbo se han complementado con un creciente endeudamiento, principalmente de largo plazo (Gráfica 2). Hasta la primera mitad de la década su deuda se componía de Créditos Exim Banks, créditos y préstamos sindicados, líneas de créditos en Dólares, certificados bursátiles, préstamos indicados y líneas de crédito en Pesos, valores de renta fija en Reales, líneas de crédito y bonos en pesos Colombianos, entre otros.

Gráfica 2
Endeudamiento de América Móvil



Fuente: Elaboración propia con datos de Informes Anuales de América Móvil (2001-2012).

A finales de 2011 su estructura de endeudamiento se componía de Créditos ECA's (en dólares)¹⁸, Líneas de Crédito (en dólares, pesos, reales y otras monedas), Notas a Tasa Fija (en dólares, euros, pesos y reales), Notas a Tasa Flotante (en pesos y en reales), emisión de Bonos (en pesos colombianos y en otras monedas). Pero también ha incluido como parte de su ingeniería financiera el uso de instrumentos financieros derivados que

¹⁸ Créditos a la exportación con apoyo oficial gestionados por las Export Credit Agencies (ECAs, por sus siglas en inglés).

han variado para incluir, además de Cross Currency Swaps,¹⁹ Swaps de tasas de interés en dólares, Swaps de tasas de interés en pesos, Forwards Dólar-Peso, Swaps en Euros, Swaps en yenes. A mediados de 2011 la posición de la empresa en Cross Currency Swaps cubría aproximadamente el 30 por ciento de la deuda denominada en moneda extranjera. Aunque estos instrumentos se especifican en sus informes financieros inicialmente como de cobertura, en la realidad los cambios en el valor de los mismos, derivados de variaciones en las tasas de interés o en los tipos de cambio, que resultan en porciones efectivas de ganancias o pérdidas se registran en las partidas de utilidad integral acumulada. Los cambios en el valor de los instrumentos derivados que no se consideran de cobertura, es decir que son contratados con fines especulativos, se incluyen de forma inmediata en los estados de resultados de la empresa.

El gran dinamismo del sector en que opera América Móvil, la fortaleza económica de la empresa derivada de sus ingresos que a lo largo de 2012 alcanzaron los 775 mil millones de pesos y un estructura de apalancamiento basada deuda de largo plazo, son factores que le permitieron que las pérdidas que enfrentó por sus operaciones con derivados en el contexto de la gran crisis de 2007-2009 no tuvieran un efecto desestabilizador ni en sus operaciones financieras corrientes ni en la ampliación de sus servicios en los mercados nacionales e internacionales.

La forma en que las empresas se articulan a la financiarización no es homogénea y varía en función de su estrategia de negocios y su política de manejo de tesorería, de la importancia que en sus operaciones tienen las esferas de reproducción y valorización a nivel internacional o bien los espacios de consumo asociados al mercado interno. En el caso de Comercial Mexicana, a diferencia de Bimbo y América Móvil que durante la

¹⁹ Hasta 2005 se planteaba en los informes financieros de la empresa que los únicos derivados de cobertura utilizados eran los Cross Currency Swaps y los demás (Swaps de tasa de interés, Swaps de monedas y tasas) al no caer en esa definición se aplicaban contablemente en la partida del costo integral del financiamiento en el rubro de gastos financieros netos.

década tuvieron una estrategia de expansión –inflación de activos- hacia los mercados internacionales, su endeudamiento, fundamentalmente de corto plazo, se produjo como resultado de una política para aumentar su participación en el mercado nacional pero también por los montos de las operaciones especulativas con instrumentos financieros derivados que realizó a partir de finales de la primera mitad de la década pasada y que contravinieron su estrategia de manejo de excedentes en inversiones “a las mejores tasas de mercado en instrumentos de bajo riesgo con garantía gubernamental o bancaria con el objeto de minimizar la exposición al riesgo y tratar de conservar el patrimonio de la Compañía” (Informe Anual, Controladora Comercial Mexicana, 2005; 49).

De acuerdo a sus informes financieros Comercial Mexicana nace en 1930, en 1957 toma la denominación que actualmente ostenta y a partir de 1962 incursiona en el modelo de supermercado/tienda. Posteriormente, sumó a sus activos la cadena Sumesa y los restaurantes California. En 1991 se asoció con Costo (al 50%)²⁰ para participar en los formatos de hipermercados bajo la denominación Mega. En 1991 lanzó su primera oferta de acciones representativas en la Bolsa Mexicana de Valores y a nivel internacional lo hizo mediante los títulos Global Depositary Shares (GDS),²¹ en el mercado de Valores de Nueva York. Su giro principal es el de ventas al menudeo en el mercado nacional.²²

A partir de previsiones respecto de que el comportamiento de la economía garantizaba que el sector nacional de ventas al menudeo mantendría su crecimiento, en la década pasada esta empresa realizó crecientes inversiones para incrementar su participación en el mercado nacional. Entre 2003 y 2006 sus inversiones en bienes raíces pasaron de 625.9 millones de pesos a 2089.6 millones lo que representó un incremento de poco más

²⁰ Bodegas de membresía.

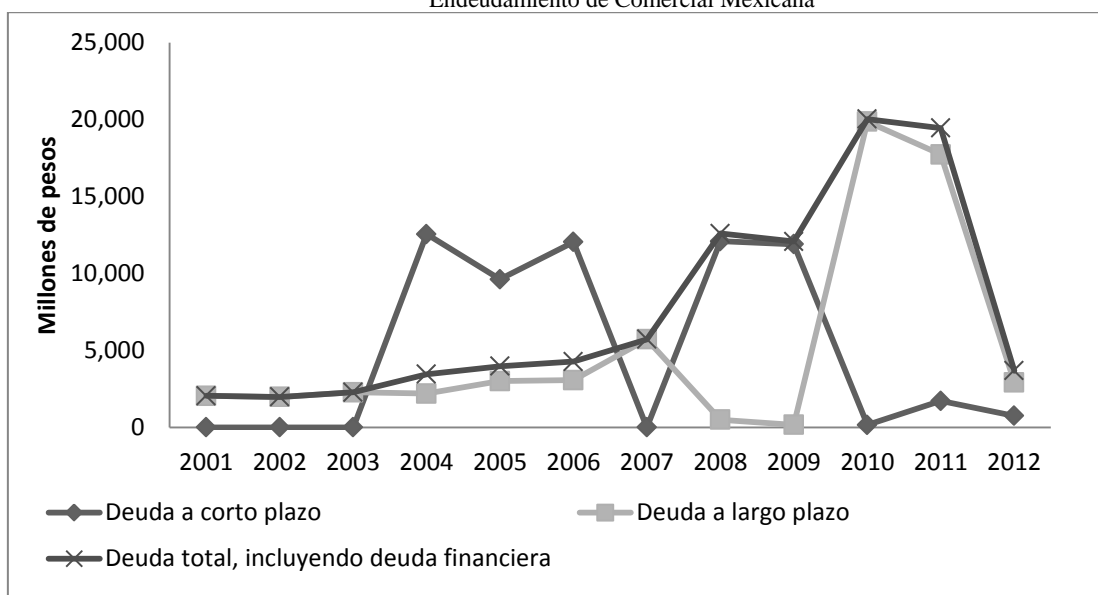
²¹ Títulos que son Certificados de Depósito.

²² Esto sin contar su participación en el sector de restaurantes y en algunos otros sectores en los que tiene negocios complementarios.

del 233%. Inversiones que se llevaron a cabo con una mezcla de recursos generados por las operaciones propias de la empresa y con préstamos garantizados a corto plazo con acuerdos de pago a menos de un año en los mercados de deuda y capital. A finales de la década y en los primeros dos años de la actual, en 2012, esas inversiones alcanzaban los 2489.3 millones de pesos, es decir un incremento de sólo el 19 por ciento muy por debajo del experimentado hasta 2006.

En el momento de mayor auge de la especulación con instrumentos financieros derivados, entre 2006 y 2007, la empresa obtuvo importantes ganancias, mismas que pasaron de 26 millones de pesos a 360 millones respectivamente. Sin embargo, una vez que la crisis se extendió, las tasas de interés comenzaron a incrementarse y el tipo de cambio se devaluó, los pagos de su deuda se incrementaron rápidamente por las amortizaciones correspondientes a pagos de principal y por el pago de los intereses asociados al costo financiero de sus operaciones de deuda. Esto se produjo al tiempo en que sus pérdidas por operaciones con instrumentos derivados llegaron a poco más de 248 millones de pesos en 2008. Las afectaciones a la liquidez de la empresa hicieron que a partir de octubre de 2008 no pudiera realizar ningún pago de los vencimientos e intereses de su deuda bancaria y bursátil, lo que llevó a diversas instituciones a iniciar demandas (en México y en Estados Unidos) en su contra y en algunos casos se llegó al embargo precautorio de activos (Gráfica 3).

Gráfica 3.
Endeudamiento de Comercial Mexicana



Fuente: Elaboración propia con datos de Informes Anuales de Controladora Comercial Mexicana (2001-2012).

Las pérdidas que sufrió desde 2008 la obligaron a cambiar su estructura de apalancamiento. Pasó de una deuda garantizada, principalmente de corto plazo, en moneda extranjera en bonos, prestamos, obligaciones quirografarias y préstamos en moneda nacional, con un componente adicional por inversiones en instrumentos financieros derivados, a otra que resultó de un ambicioso plan de refinanciamiento con el que pudo empezar a reestructurar hacia 2012 su deuda principal garantizada y su deuda ligada a activos (con amortizaciones del principal y prepagos voluntarios). Se quedó con una deuda sin garantías con instituciones bancarias y certificados bursátiles y logró un crédito sindicado con Banamex y JP Morgan para liquidar deuda reestructurada.²³ Complementariamente puso en práctica una política de desinversión para aumentar la liquidez y con ello amortizar deuda.²⁴

Cabe destacar que independientemente del sector de actividad y de los planes de inversión en activos productivos de éstas empresas, en el caso de América Móvil más

²³ Es importante mencionar que para remontar sus problemas financieros esta empresa obtuvo una línea de crédito de Nafin por 2000 millones de pesos en 2008, mismos que se fueron refinanciando hasta su liquidación en 2012.

²⁴ La operación más importante de desinversión fue la venta de la participación accionaria de esta empresa en Costo y con el flujo de efectivo generado pudo reducir su apalancamiento a los niveles previos a 2008.

dinámico por estar ligado a sectores de desarrollo tecnológico de punta, Bimbo que opera en el mercado de alimentos nacional e internacional y Comercial Mexicana como vimos especializada en el mercado minorista doméstico, todas aplicaron estrategias corporativas de endeudamiento y de inversión financiera con el objetivo de obtener ganancias especulativas a partir del manejo de sus fondos internos en instrumentos operados en los mercados de capitales.

Lo que exhiben los cambios en sus estructuras financieras, en el ciclo precrisis-crisis-recuperación, es la clara tendencia del capitalismo financiarizado donde el vínculo tradicional entre empresas no financieras y los mercados bancarios y de capitales como proveedores de recursos para sustentar los planes de producción e inversión de corto y largo plazo se ha desacoplado hacia actividades –especulativas- generadoras de renta financiera. Situación que en la etapa de precrisis es “rentable para empresas sobrecapitalizadas que canalizan su exceso de capital a activos financieros en preferencia a involucrarse en inversiones en el sector real” (Toporowski and Michell, 2012; 20, citado por Pasarrella, 2012). Sin embargo, la fragilidad que se va acumulando por el endeudamiento, al momento que se produce la crisis y el desajuste entre los flujos de efectivo esperados y los compromisos adquiridos por la deuda, más las pérdidas en que se incurre cuando las tasas de interés empiezan a aumentar o se producen cambios abruptos en las paridades cambiarias, lleva necesariamente a crisis de liquidez que no en todos los casos se pueden sortear favorablemente como se expone en los casos aquí estudiados.

Conclusiones.

En el capitalismo financiarizado la función del crédito como adelanto de capital que sirve de soporte a la inversión productiva fue desdibujándose hasta convertirse, por intermedio de los mercados de capitales y las innovaciones financieras, en un

apalancamiento dirigido a la adquisición de acciones y valores de otras empresas fin de poder usarlas como activos líquidos listos para negociarse y respaldar obligaciones de largo plazo vinculadas a sus inversiones en activos fijos. El boom de la precrisis –hasta 2006- la estabilidad de las tasas de interés y de los tipos de cambio indujeron a grandes empresas, las que pueden articularse a los procesos de valorización del capitalismo financiarizado, como Bimbo, América Móvil y Comercial Mexicana a incurrir en una creciente inflación de activos y a buscar nuevas opciones de ganancias a partir de la obtención de rentas por operaciones con innovaciones financieras. Lo que las llevó a incrementar su endeudamiento.

Sin embargo, la inestabilidad en las tasas de interés y el tipo de cambio que trajo consigo la gran crisis 2007-2009 hicieron que los rendimientos de las inversiones cayeran y que los costos del endeudamiento aumentaran rápidamente. La forma en que la liquidez de cada empresa se afectó fue resultado de las estrategias de negocio de cada una y de su involucramiento en lo que se ha dado en llamar el “casino de la especulación” con instrumentos financieros derivados. Por ello es que mientras Bimbo y América Móvil, cuyas estructuras de apalancamiento estaban concentradas en deuda de largo plazo, sortearon la crisis de manera bastante holgada, mientras que Comercial Mexicana que concentró una parte importante de sus deuda en el corto plazo y que realizó grandes inversiones en instrumentos financieros derivados se vio imposibilitada desde 2008 para hacer frente a sus compromisos lo que le llevó a enfrentar diversos litigios.

Bibliografía

América Móvil. Informes Anuales. 200-2012

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

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

Bimbo. Informes Anuales 200-2012.

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

Calvo, S. and G. Reinhart. (1996). "Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?», en Guillermo A. Calvo, Morris Goldstein y Eduard Hochreiter (eds.), *Private capital flows to emerging markets*, Washington, D. C. Institute for International Economics.

Controladora Comercial Mexicana. Informes Anuales 2000-2012

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

Gurley, J.G. and E.S Shaw. (1955). "Financial aspects of economic development", *American Economic Review* 45(4).): 515-38.

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

Jaffee, D. and J. Stiglitz (1990). "Credit Rationing", in B. M. Friedman and F.H. Hahn (Eds), *Handbook of Momentary Economics*. v.II, Amsterdam: Elsevier Science Publication: 837-88.

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

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

Kaminsky, G. and C. Reinhart (1998), "The Twin Crises: The causes of Banking and balance of payments Problems", *American Economic Review* 89: 473-500.

_____. et. al. (1998). "Leading indicators of currency crises". *IMF Staff Papers*, vol.45.

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

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

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

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

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

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

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

Philippe Rochon and Mario Seccareccia. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

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

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

Stiglitz, J. and A. Weiss. (1981), “Credit rationing in markets with imperfect competition”, *American Economic Review*, 71: 393-410.

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

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

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