

## Deuda externa empresarial en México / Un análisis comparativo de sus periodos de crecimiento\*

Jorge Basave Kunhardt\*

La deuda externa ha desempeñado un papel relevante como palanca de expansión de las mayores corporaciones empresariales mexicanas. En sus aspectos más generales representa el primer nexo del sector productivo mexicano posrevolucionario con el mercado internacional de capitales, ha sido un factor definitivo de concentración económica y ha contribuido en etapas de sobreexpansión a la formación de críticos desequilibrios financieros.

El objeto de este artículo es aproximarnos a una periodización de la recurrencia al endeudamiento externo por parte de las grandes corporaciones empresariales privadas en México en el transcurso de los últimos 33 años, señalando cual ha sido la aplicación de dichos recursos financieros en la lógica de las estrategias corporativas.

Por razones de espacio y de interés inmediato solamente abordaremos con más detalle las modalidades de endeudamiento relativas al periodo reciente de los años noventa.

La deuda externa privada en México tiene varias características muy específicas, comunes a todos los periodos considerados, algunas de las cuales son similares a las de otros países en desarrollo latinoamericanos:

---

\* Este artículo se realizó en el ámbito del Proyecto de Investigación "Reestructuración de los grupos empresariales en México: eslabonamientos productivos con la pequeña y mediana empresa y sistemas para su financiamiento" apoyado por la Dirección General de Apoyo al Personal Académico DGAPA, UNAM. El procesamiento estadístico para el periodo 1990-1995 fue realizado por Citlali Martínez y Ernesto Bravo con la asesoría de Carlos Strassburger sobre datos proporcionados por el Departamento de Información y Estadística de la Bolsa Mexicana de Valores.

• Investigador del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM.

1. Es altamente concentrada por receptores de alto nivel de concentración de capital.
2. Presenta una elevada concentración de acreedores de origen estadounidense.
3. Ha desempeñado un papel preponderante en los ciclos de centralización de capital internos.
4. Ha contribuido poderosamente en coyunturas de desestabilización económica por sus efectos sobre los déficits de balanza de pagos.
5. Es un indicador que acompaña a los ciclos cortos de crecimiento económico.
6. Refleja las insuficiencias de ahorro interno nacional y el atraso en los instrumentos y las prácticas crediticias de la banca nacional con respecto a la extranjera.
7. La constante en las inflexiones hacia los incrementos de flujos financieros que dan origen a los distintos periodos registrados ha sido la fortaleza del capital y el dinamismo económico de los receptores y no el "modelo" de crecimiento del país.

Para el caso mexicano a partir de los años sesenta pueden identificarse dos escaladas de endeudamiento empresarial con el exterior. Debemos destacar las diferencias entre ambas que dependen de las coyunturas internacionales en las que se han producido y de las coyunturas económicas internas.

La primera es de duración prolongada y puede dividirse en dos etapas:

Una inicial de 1963 a 1973 cuyo perfil es definido en torno a las modificaciones en el tipo de prestatarios y a las implicaciones que ésto trajo consigo en la relación de México con el sector financiero internacional. Durante los primeros años se inició la privatización de los acreedores y la deuda externa tendió rápidamente a sobrepasar a la inversión externa directa. Le sigue otra de 1974 a 1982, que estaría definida por lo explosivo de su crecimiento y por el papel que cumplieron los flujos crediticios en la expansión empresarial al interior de un modelo cerrado de acumulación.

La segunda, después de un interregno de siete años, se inició en 1990 y continúa evolucionando en 1996. Los receptores son en general los mismos grupos, pero inmersos en un intenso proceso de reestructuración que incluye su expansión

internacional y que, precisamente durante el lapso inmediato anterior, desligado de acceso al financiamiento externo, habían logrado un gran poderío financiero propio.

## Periodo 1963-1982

### *La etapa 1963-1973*

Durante los años sesenta el recurso financiero más dinámico en el que se apoyaron las empresas mexicanas fue el crédito interno. Su dinamismo provino del crecimiento acelerado de la banca privada nacional que acompañaba hasta esos años el todavía pujante crecimiento extensivo del mercado interno, en el cual se consolidaba la presencia oligopólica de los grupos empresariales en formación.

Sin embargo durante esa época ocurrieron una serie de cambios en los flujos financieros internacionales que, debido a las condiciones económicas particulares por las que atravesaba México, comenzaron a impactar la estructura de endeudamiento empresarial y en general la estructura de flujos de capital hacia el país.

Poco después de la conformación del mercado de eurodólares en Europa y debido a la caída del beneficio industrial estadounidense en los años sesenta se acrecentaron poderosamente los recursos financieros ofertados a nivel internacional.

Por su parte un conjunto de países en desarrollo (en Latinoamérica: Brasil, México, Argentina, Venezuela y Chile) mostraron tasas de crecimiento económico sostenidas que superaban a las de los países desarrollados, y regímenes políticos aparentemente estables que les convertían en atractivos clientes potenciales de la banca trasnacional.

De esta forma, para el caso de México a mediados de esa década los flujos de créditos bancarios externos de instituciones trasnacionales comenzaron a cobrar importancia. Los créditos de la banca privada estadounidense al país casi se duplican entre 1960 y 1963, y lo mismo vuelve a suceder entre 1963 y 1966 y entre 1966 y 1969, año en que aparecían saldos de 2 705 millones de dólares superando por mucho a cualquier otro rubro de endeudamiento internacional (organismos bilaterales

y multilaterales y créditos comerciales con proveedores). En 1972 alcanzaron la cifra de 5 000 millones de dólares y representaban el 45% de los saldos crediticios externos.<sup>1</sup>

La estructura de recepción de capitales se modificó y la relación de deuda externa a inversión directa que en 1960 era de 0.83 veces pasó en 1963 a 1.08 y en 1972 a 3.73.

La tendencia a la sustitución de financiamiento interno por externo para el crecimiento del país fue un fenómeno creciente a partir de mediados de esa década: La relación ahorro externo/interno pasó de 0.39 en 1965 a 0.60 en 1970 y llegaría a 0.72 en 1973.<sup>2</sup>

Aunque al inicio de los años setenta la mayor porción del financiamiento de la banca transnacional estadounidense fluía hacia el sector público (en alrededor de un 54%) los mayores grupos empresariales mexicanos comenzaban a cobrar importancia como receptores del mismo.

Por su parte el crédito a subsidiarias de compañías estadounidenses hasta la mitad de los años setenta nunca rebasó el 12% del total.

Tenemos entonces como rasgo distintivo de esta primera etapa que la deuda externa tendió a privatizarse en cuanto a deudores y acreedores con un gran peso de las empresas privadas nacionales en lo que constituyó el inicio de sus relaciones con el mercado financiero internacional.

### La etapa 1974-1982

La diferencia de esta etapa con la anterior está dada por factores internos relativos a las estrategias de expansión empresarial montadas sobre los abundantes flujos crediticios externos.

El marco financiero internacional predominante fue una continuación del explicado en la etapa previa, con la agregación de nuevos agentes crediticios como las mayores empresas aseguradoras estadounidenses que por la naturaleza de sus teso-

rerías ofertaron al mercado sumas considerables a mayor plazo y menores tasas de interés.

De igual forma para los casos de clientes seleccionados, públicos y privados, se volvió una práctica común la sindicación de créditos internacionales que permitían al receptor realizar la negociación de financiamientos de gran envergadura con una sola institución, el banco líder.

Por otra parte se agregaron a los flujos financieros internacionales los abundantes fondos de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), producto del *boom* petrolero de los años setenta.

En cuanto al devenir de los mayores grupos empresariales mexicanos, éstos asentaron sus estrategias de expansión en:

- a) la confianza de una continuidad en la política económica proteccionista del modelo sustitutivo de importaciones que les había permitido altos niveles de acumulación continua durante varias décadas del pasado inmediato;
- b) su proyección como grupos de capital financiero dado su carácter oligopólico, su acceso al crédito externo y el desarrollo, aunque todavía incipiente, del mercado de valores nacional;
- c) las políticas de promoción de las "sociedades de fomento" que llevó a cabo el gobierno del presidente Echeverría junto con un conjunto de medidas de desgravación fiscal;
- d) el *boom* petrolero de los años setenta que proveyó al país con abundantes divisas que "garantizaban" el pago de la deuda externa.

Estos factores provocaron que la deuda externa reemplazara a la interna como el apoyo de mayor dinamismo en la expansión de los grupos privados. Se presentó entonces un amplio y generalizado proceso de integración empresarial, y de diversificación para el caso de varios grupos.

Durante esta etapa se ubica además el inicio de una tendencia hacia la internacionalización empresarial por medio del establecimiento de subsidiarias mexicanas en el área centroamericana y en Estados Unidos, no sólo de comercializadoras sino también de productoras directas. Tendencia embrionaria que se vio interrumpida con la crisis de 1982.

<sup>1</sup> Ver Basave, Jorge. *Los grupos de capital financiero en México, 1974-1995*, México, IIEC.-El Caballito, capítulo III (en prensa).

<sup>2</sup> Basave, Jorge. *op. cit.*

La banca privada nacional aprovechó igualmente el acceso al mercado de eurodólares y la ampliación de la demanda interna por créditos externos para internacionalizarse.

Por esos años varios bancos públicos y privados establecieron oficinas en Nueva York, Londres y otros centros financieros en el exterior y se crearon tres consorcios financieros internacionales con la participación accionaria de tres de los cuatro bancos mexicanos más grandes: Banamex en Intermex, Serfin en Euro-Latinamerican Bank y Comermex en el Libra Bank.

El apalancamiento con recursos bancarios en general fue el principal sustento financiero de la expansión empresarial durante esta etapa. Para los grupos empresariales los pasivos bancarios tendieron a mantenerse, con mínimas excepciones, por arriba del 50% con relación al total de endeudamiento.

Las empresas de propiedad estatal fueron las que mantuvieron un mayor nivel de deuda bancaria y por su parte las empresas extranjeras aprovechando flujos intraempresariales y un mayor acceso a créditos de proveedores presentaron los niveles más bajos.

En cuanto a sectores económicos, el manufacturero y dentro de él los grupos de mayor diversificación fueron los más endeudados. En menor medida estuvieron los grupos mineros y bastante por debajo los del sector comercio debido a la mayor liquidez de sus operaciones.

En el primer sector creció la deuda bancaria a tasas promedio del 30.5% entre 1974 y 1976 y después de un breve lapso de decrecimiento volvió a aumentar a una tasa promedio del 46.5% entre 1979 y 1982.

La estructura promedio del endeudamiento bancario de una muestra de 22 de los mayores grupos empresariales en México presentaba en 1979 un 71.9% de deuda externa.<sup>3</sup>

La abundancia y el costo fueron factores que resolvían definitivamente la preferencia empresarial por el crédito externo, en el marco de las condiciones económica antes mencionadas.

Hacia 1979 contaban con registro en la Secretaría de Hacienda para efectuar financiamientos a empresas del país 940 bancos extranjeros y se habían establecido en territorio nacional más de 50 oficinas de representación.

3 Basave, Jorge. *op. cit.*, capítulo III.

Por su parte las tasas de interés netas en dólares fluctuaban entre el 9.5 y el 20% anual (en francos suizos o en libras esterlinas se reducían hasta 2 puntos más) mientras que aquellas en pesos lo hacían entre el 25 y el 59% anual.

El proceso de endeudamiento privado externo durante esta etapa estuvo caracterizado por efectos notoriamente contradictorios que derivaron en un resultado catastrófico: la crisis de deuda de 1982.

Por una parte los grupos empresariales contaron con los recursos suficientes para aumentar su producción y además entrar en un proceso de integración empresarial que robusteció su organización y sus capacidades financieras.

Pero en cambio, al ser usados en gran medida con fines centralizadores en un contexto de economía cerrada, no redundaron suficientemente en incrementos de capacidades tecnológicas y de productividad.

Adicionalmente, y quizá sea éste el aspecto de mayores consecuencias negativas, a partir de que fueron incrementándose las expectativas devaluatorias, permitieron que las empresas continuaran operando sustentadas en capital ajeno mientras se descapitalizaban en un proceso de retiro de capital propio por la vía del reparto sustancioso de dividendos a los principales accionistas quienes fugaban recursos del país para encontrar una reserva de valor en el dólar.<sup>4</sup>

La consecuencia para las empresas fue la incapacidad de responder a sus acreedores externos en 1982 debido a la devaluación forzada aplicada por el gobierno del presidente López Portillo, en el marco de una escasez de divisas una vez que cayeron los precios internacionales del petróleo y que las propias empresas no exportaban lo suficiente por encontrarse muy por debajo de los estándares de competitividad internacional.

Los grupos empresariales tuvieron que ser rescatados de su insolvencia a través de la implementación del sistema Ficorca en 1983 y la deuda externa entró, al igual que en toda Latinoamérica, en intensos programas de reestructuración.

En resumen encontramos que esta segunda etapa del primer periodo registrado está definida: a) por el crecimiento explosivo de la deuda externa privada que culmina con la

4 Basave, Jorge. *op. cit.*

fractura temporal del acceso a las fuentes privadas internacionales de financiamiento debida a la crisis de pagos de la deuda externa iniciada en 1982; b) por su desempeño en la centralización de capital; y c) por las características específicas que la deuda le imprime a la crisis estructural del modelo de economía cerrada.

### El periodo de 1990 en adelante

Fue hasta 1989–1990 cuando algunos pocos países en desarrollo pasaron de ser considerados de “alto riesgo” a ser de nuevo sujetos de crédito internacional,<sup>5</sup> entre ellos México.

Fue el sector público el primero en tener acceso en 1989 con emisiones del Banco de Comercio Exterior y Telmex. Le siguieron, inmediatamente después, algunas de las mayores empresas privadas: en 1990 emitieron bonos internacionales Cigarra La Moderna, Ponderosa Industrial, Cemex (que ya se había financiado en 1989 a través de una subsidiaria en Estados Unidos), y Sidek.

Las razones inmediatas de la reapertura de relaciones con la comunidad financiera internacional se encuentran en la reanudación del crecimiento económico desde fines de la década, en los programas de abatimiento de la inflación y en general en el aval internacional al cambio de modelo económico hacia uno de apertura y privatizaciones impulsado por el gobierno del presidente Salinas, profundizando las políticas del presidente De la Madrid.

Debe destacarse adicionalmente el hecho de que desde 1987 los grupos empresariales habían superado sus problemas crediticios externos y este tipo de deuda no era ya relevante en su posición financiera.

Esto se debió en primer lugar al rescate gubernamental de 1983 a través del Ficorca y a las extraordinarias ganancias financieras que lograron obtener entre 1984 y 1987 por medio de una estrategia generalizada de inversiones financieras. Aun-

5 Ver al respecto Girón, Alicia. *Fin de siglo y deuda externa: historia sin fin*, México, IIEc.-Cambio XXI, 1995, capítulo 6.

que esto devino de nueva cuenta en un retraso sustancial de la inversión productiva y de modernización de sus empresas.<sup>6</sup>

La reestructuración organizativa y tecnológica de los grupos y su proyección internacional hacia la globalización se emprendería hasta iniciada la década de los años noventa (un poco antes para algunos) y en estas nuevas orientaciones está cumpliendo un importante papel el renovado acceso a financiamientos del exterior.

Tenemos entonces que la nueva escalada de endeudamiento empresarial privado se inició en 1990 concatenada al renovado acceso a flujos financieros internacionales y en el marco de un periodo de crecimiento de la economía mundial.

Este contexto proporciona bajas tasas de interés y un mercado financiero globalizado en donde la mayor diversificación de opciones crediticias se encuentra en los mercados bursátiles.

Al igual que durante los años setenta el acceso a recursos externos ha reforzado un agudo proceso de centralización de capital que se había iniciado años atrás, en la segunda mitad de los años ochenta estimulado por la política de privatizaciones y asentado en las ganancias de carácter financiero obtenidas.<sup>7</sup>

Esta relación que confirma el papel determinante de las finanzas en la acumulación de capital y en última instancia en la regulación de la producción, precisamente de diciembre de 1990 en adelante cobró una nueva dimensión por la magnitud e importancia estratégica de las empresas de las que se desprendió el Estado, comenzando por Telmex y siguiendo con el conjunto de la banca comercial.

La expansión de varios de los mayores grupos comprendió también la inversión directa internacional hacia el área Centroamericana y Estados Unidos, y en menor medida hacia Sudamérica. Hacia Centroamérica sobresalen las inversiones en los sectores de alimentos, cemento, vidrio, turismo y construcción. Hacia Estados Unidos en cemento, equipos diversos

6 Basave, Jorge. *op. cit.*, capítulo IV.

7 Otra fuente importante de recursos fue la emisión accionaria una vez que el mercado recuperó su crecimiento de precios a inicios de los noventa, pero el análisis de este proceso no está en los propósitos de este artículo.

y vidrio, y hacia Sudamérica en alimentos, equipos diversos y telecomunicaciones.

Una de las tendencias que destacan en este periodo, acorde con las nuevas prácticas financieras internacionales, es el uso de instrumentos financieros bursátiles sustituyendo al crédito bancario tradicional, aunque sin llegar a igualarlo.

De tal forma que si en 1990 la relación de recursos bancarios a bursátiles utilizados por el conjunto de una muestra de 47 emisoras (relacionadas en el Anexo 1)<sup>8</sup> era superior en 5.32 veces, ésta disminuyó aceleradamente para situarse en 3.04 en 1993 y revertirse ligeramente a causa de la devaluación de 1994 para terminar en 3.30 en 1995 (ver Cuadro 1).

En 1991 se incrementaron sustancialmente los pasivos bursátiles de largo plazo representados por emisiones de obligaciones en el mercado de valores mexicano y la correspondiente porción circulante de dichas emisiones, en 63.3% y 145.4% respectivamente (Ver Cuadro 2).

De nuevo durante 1993 la emisión de obligaciones del total de la muestra se incrementó de forma importante, en un 70.5%, con la novedad de un acceso pleno a los mercados internacionales.

Los incrementos de 1994 son igualmente elevados pero ya incluyen los efectos de la devaluación de fin de año. Debido a ésto la tendencia real en cuanto al nuevo patrón de financiamiento debe desprenderse de los comportamientos durante los primeros cuatro años de la década, y los resultados en 1994-1995 serían un indicativo de las consecuencias de la propensión estructural de las grandes empresas mexicanas al endeudamiento externo en coyunturas críticas (macrodevaluaciones).

La bursatilización de las deudas empresariales ha sido sin embargo hasta ahora todavía un fenómeno limitado, más aún cuando se ha tratado de colocaciones internacionales. Pero se aprecia una tendencia creciente a este recurso por parte de los grupos con mayores grados de expansión.

Por ello destacan sólo un número reducido de grupos dentro de la muestra en cuanto a la emisión de obligaciones en los

8 La deuda externa del total de la muestra utilizada en este trabajo representa aproximadamente el 58% de la deuda privada externa de México en 1993 y el 34% en 1995, de acuerdo con datos de la SHCP.

CUADRO 1  
RAZONES FINANCIERAS SELECCIONADAS PARA 47 EMISORAS DE LA BMV, 1990-1995

Razones	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Bancarios / Bursátiles	5.32	4.89	4.38	3.04	3.19	3.30
Corto Plazo / Largo Plazo	0.69	0.99	0.71	0.43	0.66	0.70
Extranjero / Nacional	1.38	1.54	1.61	1.95	2.30	3.51
Extranjero LF / Extranjero CF	0.81	1.09	0.73	0.47	0.57	0.70

FUENTE: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores.

CUADRO 2  
 CIFRAS Y TASAS DE CRECIMIENTO DE RUBROS FINANCIEROS SELECCIONADOS, 1990-1995  
 (miles de pesos, base 1990)

Rubro	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Corto Plazo</b>						
Crédito bancario	10 152 357	15 011 219	13 280 527	9 651 094	17 894 352	18 793 367
crédito bursátil	2 103 100	1 251 693	2 907 988	2 837 396	4 865 677	6 855 064
Porción circulante de obligaciones	54 365	133 392	334 646	775 556	871 207	3 202 898
Pasivos en moneda extranjera	12 655 494	17 706 482	16 961 226	14 409 943	23 961 230	32 142 631
Pasivos en moneda nacional	14 853 704	14 287 578	16 029 107	15 439 135	20 926 667	16 651 084
<b>Largo Plazo</b>						
Crédito bancario	15 057 683	12 135 236	18 465 086	21 512 206	25 716 666	29 119 816
Crédito bursátil	2 632 723	4 298 509	4 343 191	7 405 263	8 823 293	7 676 234
Obligaciones	2 632 722	4 298 509	4 343 191	7 405 263	10 732 403	6 854 114
Pasivo en moneda extranjera	15 631 648	16 272 350	23 102 260	30 869 557	42 037 171	45 732 830
Pasivo en moneda nacional	5 608 174	7 770 906	8 785 634	7 815 974	7 800 444	5 558 728

\* \* \*

FUENTE: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores.

...CONTINUA CUADRO 2

1991	Tasas de crecimiento				
	1992	1993	1994	1995	
47.9	-11.5	-27.3	85.4	5.0	
-40.5	132.3	-2.4	71.5	40.9	
145.4	150.9	131.8	12.3	267.6	
39.9	-4.2	-15.0	66.3	34.1	
-3.8	12.2	-3.7	35.5	-20.4	
-19.4	52.2	16.5	19.5	13.2	
63.3	1.0	70.5	19.1	-13.0	
63.3	1.0	70.5	44.9	-36.1	
4.1	42.0	33.6	36.2	8.8	
38.6	13.1	-11.0	-0.2	-28.7	

\* \* \*

mercados nacional y extranjero. En varios casos es posible deducir el uso de recursos con fines de centralización de capital de acuerdo a lo que afirmé anteriormente.

Tal es el caso del Grupo Carso que en 1991, año en que se cubre una parte de la adquisición de Telmex, presenta pasivos en obligaciones por algo más de 1 000 millones de pesos (nominales) representando un incremento real (a pesos de 1990) en dicho rubro del 1 075% con respecto al año anterior. La emisión bursátil de largo plazo fue colocada en el mercado nacional a través de la Casa de Bolsa Inbursa, de su propio grupo.

En 1993 realizan una nueva emisión de obligaciones para ubicar el saldo de sus pasivos bursátiles de largo plazo en cerca de 2 000 millones de pesos, pero en esta ocasión la colocación se realiza en los mercados internacionales con lo que elevó su pasivo extranjero de largo plazo en un 654% real con respecto al año inmediato anterior.

Entre 1991 y 1993 otros grupos, destacando los que adquirieron el control de dos de los bancos más grandes en México y algunos de los que realizaron las inversiones directas internacionales más cuantiosas, apalancaron fuertemente sus operaciones reflejándose en sus pasivos bursátiles de largo plazo, principalmente externos.

Estas empresas fueron Vitro (que adquirió un porcentaje importante de Banca Serfin y varias empresas en Estados Unidos y América Latina), Visa (que adquirió el control de Bancomer), Maseca (que adquiere y funda varias empresas en Centroamérica), Sidek, La Moderna, Gemex, ICA y Nacobre (ver Cuadro 3).

Otro de los grupos con mayor expansión internacional: Cemex, ha recurrido en cambio de forma preferente a la emisión de papel comercial en los mercados internacionales, instrumento bursátil de corto plazo (en 1992 por cerca de 1 000 millones) convirtiéndose en el mayor emisor privado de América Latina.

La deuda externa privada empresarial tuvo un crecimiento real anual promedio para el periodo 1990-1995 del 25% en largo plazo y del 24% en corto plazo, mientras que su deuda interna creció respectivamente en sólo un 2.4 y 4% (ver Cuadro 2). Esta propensión al endeudamiento externo modificó la estructura de los pasivos según su origen para el total de la mues-

CUADRO 3  
CIFRAS Y TASAS DE CRECIMIENTO EN OBLIGACIONES DE EMPRESAS SELECCIONADAS  
(MILES DE PESOS, BASE 1990)

Emisora	1990	1991	1992	1993	1994	1995
GCarso	84 682	980 069	791 029	1 444 581	1 281 529	1 316 894
GGenex	78 061	55 679	311 410	284 785	376 279	377 200
ICA	0	105 165	97 950	593 194	2 710 983	1 785 334
Maseca	61 786	151 453	128 059	105 221	60 908	0
Moderna	0 0	197 199	176 183	493 982	0	0
Nacobre	13 007	354 096	274 244	398 417	304 670	22 267
Sidek	110 861	203 147	231 500	750 580	0	0
Visa	93 669	144 318	130 066	359 662	0	0
Vitro	0	0	387 841	272 595	633 542	890 672

\* Primer año de emisión

FUENTE: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores.



Emisora	Tasas de crecimiento				
	1991	1992	1993	1994	1995
GCarso	1 057.3	-19.3	82.6	-11.3	2.8
GGemex	-28.7	459.3	-8.5	32.1	0.2
ICA	*	-6.9	505.6	357.0	-34.1
Maseca	145.1	-15.4	-17.8	-42.1	--
Modema	*	-10.7	180.4	--	--
Nacobre	2 622.4	-22.6	45.3	-23.5	-92.7
Sidek	83.2	14.0	224.2	--	--
Visa	54.1	-9.9	176.5	--	--
Vitro	--	*	-29.7	132.4	40.6

tra que de ser en 1990 1.38 veces mayor con el exterior aumentó a 1.95 veces en 1993 (ver Cuadro 1). Lógicamente con la devaluación de 1994 esta relación pasó a 2.30 y a 3.51 en 1995.

En cuanto a los patrones de endeudamiento hasta 1993 es importante mencionar que con excepción de los crecientes pasivos externos, otros indicadores muestran una tendencia de financiamiento menos crítica que aquella que se presentó en 1982.

La tendencia hacia la contratación de mayores plazos crediticios y un manejo prudente de los pasivos de corto plazo, incluso con relación a la deuda externa, revelan estrategias que permitieron que la crisis de 1994 no causara los estragos de 1982, con pocas excepciones como fue el caso del Grupo Sidek a través de su filial Situr que se declaró en insolvencia ante sus acreedores bancarios externos e internos.

De tal forma para el conjunto de la muestra la estructura de corto a largo plazo en sus pasivos de 1993 era de 0.43 y en los dos años posteriores a la devaluación no rebasa el 0.70 (Ver Cuadro 1). Una relación prácticamente similar se presentó en la deuda de origen externo.

Las tendencias en el endeudamiento empresarial muestran entonces un incremento en el riesgo cambiario pero a la vez un abatimiento de riesgos críticos en la estructura temporal de la deuda hacia los años de 1992 y 1993 que pueden observarse en el conjunto de gráficas presentadas.

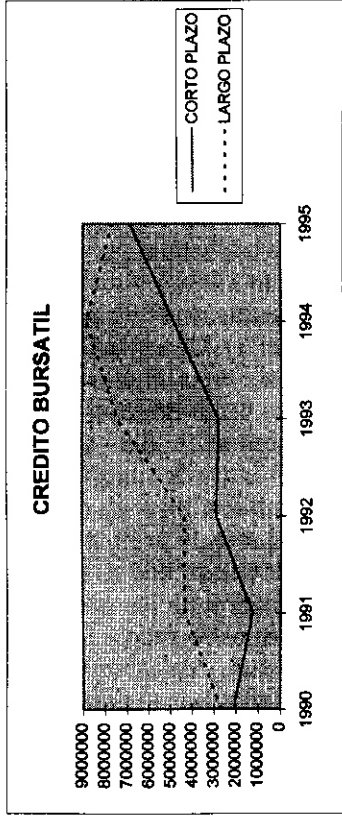
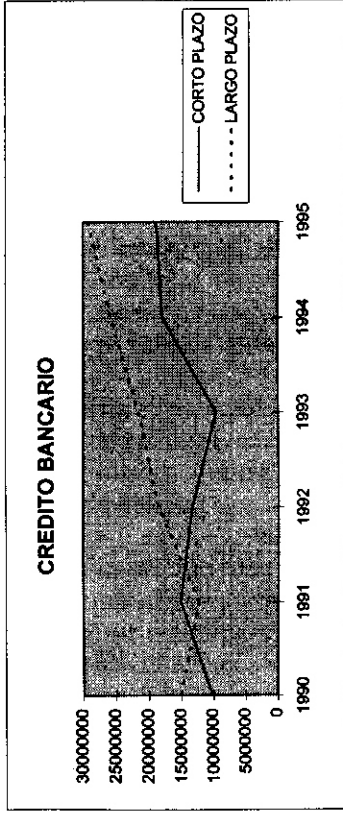
Esto, sumado a la capacidad generadora de divisas por exportación de los grupos, muestra porqué la devaluación en 1994 aunque afectó las finanzas de aquellos no lo hizo en la magnitud explosiva que en 1982 cuando tuvieron que ser rescatadas por el Estado.

Hace 14 años no sólo se carecía de divisas suficientes para los pagos de la deuda externa acumulada, especialmente la de corto plazo, sino que los grupos empresariales perdieron la capacidad de generar recursos internos para la adquisición de las divisas a la nueva paridad establecida con la devaluación de ese entonces.

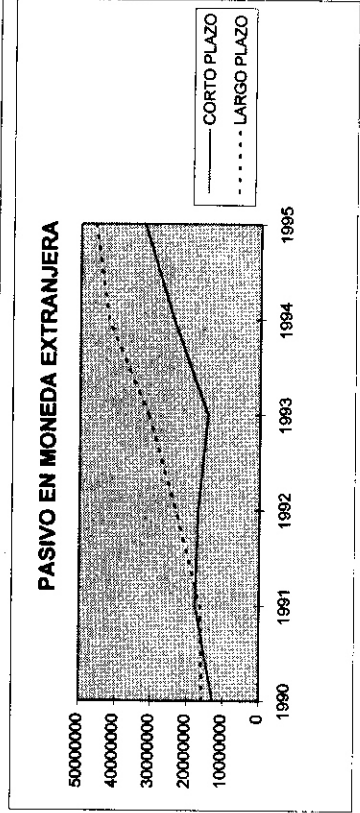
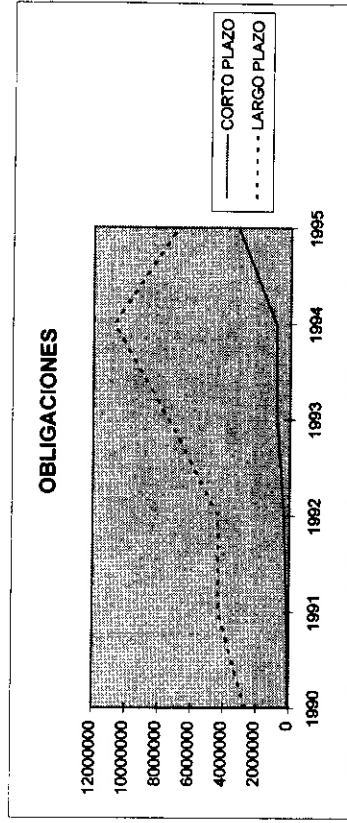
En consecuencia el análisis de la estructura financiera empresarial nos lleva a reafirmar que la crisis de 1994 en que tuvo que recurrirse a un cuantioso préstamo de emergencia para resolver la drástica caída en el nivel de la reserva de

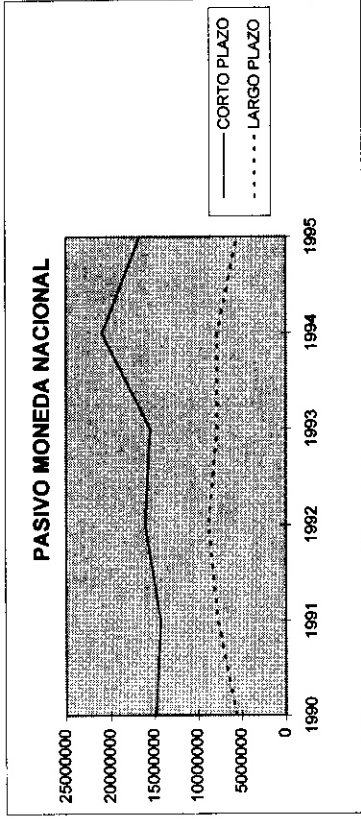
EVOLUCIÓN DE PASIVOS EMPRESARIALES SELECCIONADOS, 1990-1995  
(BASE DE 1990)

\* \* \*

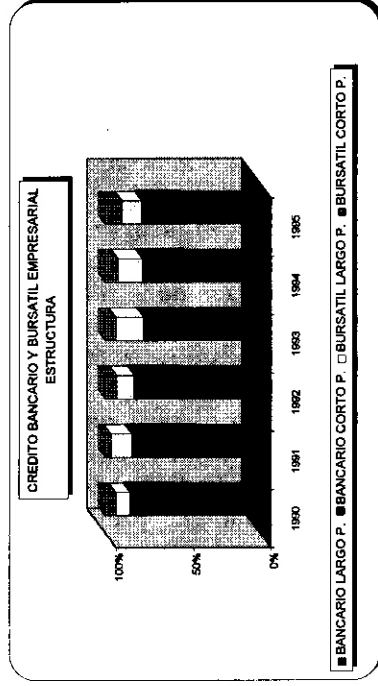


\* \* \*





	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Bancario largo plazo	6 705 730	5 404 259	8 223 173	9 580 162	11 452 559	12 968 105
Bancario corto plazo	4 521 211	6 685 038	5 914 298	4 297 980	7 969 001	8 369 364
Bursátil largo plazo	1 172 446	1 914 281	1 934 180	3 297 831	3 929 331	3 418 504
Bursátil corto plazo	936 586	557 424	1 295 032	1 263 595	2 166 861	3 052 807



FUENTE: Elaboración propia con base en datos de la B.M.V.

divisas de la nación está vinculada fundamentalmente a problemas de carácter estructural relativos al comportamiento de la balanza comercial en ciclos cortos de crecimiento, y al perfil de los capitales externos que entraron al país como inversión en cartera de alta volatilidad.

Adicionalmente debe resaltarse también como un factor estructural crítico para la economía mexicana la relación de los grupos empresariales con el resto de la economía, en donde no se han creado las cadenas productivas necesarias para que el dinamismo productivo y exportador de las mayores empresas arrastren al resto de los sectores empresariales evitando el recurrente deterioro de la balanza comercial.

El crecimiento del endeudamiento externo privado que se inició en 1990 continúa y los casos de algunas empresas como Situr del grupo Sidek o más recientemente el de Mexicana de Autobuses parecen, hasta el momento, ser la excepción. La centralización de capital es un rasgo distintivo también en este periodo pero otro parece ser la capacidad empresarial de solventar una devaluación de la magnitud de la experimentada de 1994 a la fecha sin riesgos de crisis de pagos.

Cuando comparamos estos resultados con los del resto de los sectores empresariales del país confirmamos además la constitución de dos sectores plenamente diferenciados en cuanto a su capacidad de afrontar crisis financieras.

Crisis como la de diciembre de 1994 demuestran la todavía insuficiente capacidad exportadora, generadora de divisas de los grupos y de la economía en su conjunto para solventar la demanda interna de éstas una vez que se inician ciclos de crecimiento económico en los cuales son a su vez los propios grupos los mayores demandantes para cubrir importaciones de insumos y pagos de su deuda externa.

ANEXO 1  
MUESTRA DE EMISORAS CONSIDERADAS

---

*Clave de pizarra en la BMV*

---

Acmex	Jdeere
Alfa	Kimber
Apasco	Latinca
Aristos	Liverpol
Autlan	Maseca
Bimbo	Moderna
Camesa	Nacobre
Cegusa	Oxy
Cemex	Peñoles
Cifra	Penwalt
Contal	Ponder
Crisoba	Qbindus
Cydsasa	Samborns
Desc	San Luis
Eaton	Sidek
Femsa	Syncro
Gcarso	Tamsa
Ggemex	Telmex
Gissa	Texel
Gph	Tmm
Ica	Tolmex
Ich	Tuacero
Iem	Visa
	Vitro

---