



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Ciclos económicos y desempeño empresarial

Sepúlveda, Erika C.

2005

Cita APA: Sepúlveda, E. (2005). Ciclos económicos y desempeño empresarial.
Buenos Aires : Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas.
Escuela de Estudios de Posgrado

Este documento forma parte de la colección de tesis de posgrado de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios".
Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

Col 1502/0280

**CICLOS ECONOMICOS Y
DESEMPEÑO EMPRESARIAL**

CATALOGADO

Presentado por: Erika C. Sepúlveda

hop. F. SI. C. 22

S2C

Trab. Progr.

Nota FINAL = 4 (cuatro)

**Universidad de Bs. As.
PostGrado en Administración Financiera
Noviembre 2005**

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	2
CAPITULO 1 DEFINICION Y DESCRIPCION DE LOS CICLOS ECONOMICOS	4
1. Definición	5
2. Descripción del ciclo económico	6
3. Comparación gráfica de los mercados de productos, dinero y valores.....	9
4. Diferentes Puntos de Vista Respecto a las Causas y Consecuencias de las Fluctuaciones Económicas.....	15
• Los positivistas	16
• Los praxeólogos.....	18
5. Algunas consecuencias de la intervención en la economía de EE.UU. desde 1965 hasta finales de 2003.....	20
CAPITULO 2 LAS FLUCTUACIONES ECONOMICAS Y LA INDUSTRIA.....	28
CAPITULO 3 LAS FLUCTUACIONES ECONÓMICAS Y EL DESEMPEÑO EMPRESARIAL	35
• El Costo del capital, betas de los activos y los movimientos cíclicos	37
CAPITULO 4 ANALISIS EMPIRICO	39
Fundamentos Teóricos y Estadísticos para el Análisis Empírico:	39
• Criterios para la selección de las empresas y sus competidores	40
• Datos generales de cada empresa	41
Análisis Gráfico.....	45
• Variación Porcentual Cotización Bursátil.....	45
• Variación Porcentual de las Ventas	48
• Ventas/Inventarios	50
• Nivel de Endeudamiento.....	51
• Cargos por Intereses como porcentaje del total de la deuda	53
CONCLUSIONES.....	55
BIBLIOGRAFIA	59
TABLA DE GRAFICOS.....	61

INTRODUCCIÓN

Comúnmente el estudio de los ciclos económicos está más relacionados con los agregados macroeconómicos que con los impactos sobre las empresas a nivel microeconómico.

La bibliografía muestra una división explícita de ambos niveles de análisis tal vez explicada por la dificultad de aplicar directamente criterios macroeconómicos a realidades empresariales.

El siguiente trabajo intenta unir los dos niveles de estudio a partir de los tres mercados fundamentales (Dinero, Valores y Productos) y con la ayuda de dos teorías diferentes utilizando criterios usados en la actualidad para evaluar el comportamiento de la economía en general, aplicados a tres grandes empresas, cuyas actividades están radicadas en EE.UU.

Para ello el presente trabajo estará dividido en cuatro partes fundamentales:

En el primer capítulo se hablará de la definición y descripción del ciclo económico incluyendo la exposición general de las causas y consecuencias de las fluctuaciones desde el punto de vista de los positivistas y los praxeólogos. Como ejemplo se tomará en cuenta la economía de Estados Unidos durante los últimos tres ciclos económicos importantes: la crisis del petróleo (años 70), la crisis de la deuda (años 80) y la crisis del boom tecnológico (años 90 – comienzos del siglo XXI). El objetivo es dar las herramientas teóricas básicas para fundamentar el análisis industrial y empresarial.

El segundo capítulo se dedica al análisis aplicado a la industria. Aquí se tendrán en cuenta las ideas expuestas en la primera parte y el trabajo desarrollado por el Dr. Greg Kaza relacionado con la historia financiera reciente de EE.UU. desde el punto de vista de los praxeólogos (específicamente austríacos). El propósito es interrelacionar los conceptos teóricos de las dos corrientes del pensamiento y aplicarlos a la realidad norteamericana.

El tercer capítulo está relacionado con los factores que se tienen en cuenta al analizar una empresa. Se expone de manera general algunas herramientas utilizadas comúnmente para la valuación de las empresas como lo son el flujo de fondos y el cálculo de precio de las acciones. La intención es poder de exaltar aquellas características del análisis empresarial que pueden ser utilizadas de enlace con el análisis macroeconómico.

CAPITULO 1

DEFINICION Y DESCRIPCION DE LOS CICLOS ECONOMICOS

Si bien el estudio de las fluctuaciones económicas es principalmente un tema de economistas, es desde todo punto de vista un tema que atañe a todos los sectores de la sociedad y que solo percibimos cuando no es favorable en nuestra propia comunidad.

Durante años se ha tratado de anticipar, controlar y medir las fluctuaciones económicas con el fin de evitar las consecuencias de sus movimientos. El estudio del tema en general ha tenido épocas de auge en las cuales constantemente se han generado teorías que intentan explicar los movimientos de la economía en su conjunto o de las variables que influyen en ella para amortiguar sus consecuencias. Sin embargo el entusiasmo del análisis cíclico también cuenta con sus vaivenes de acuerdo a la euforia del momento. Un ejemplo claro de esta situación lo citó Brenner¹ de la siguiente manera:

"A fines de los años 60, a raíz del más largo período ininterrumpido de expansión económica en la historia de los Estados Unidos, los economistas Robert Solow y Paul Samuelson, ganadores del premio Nobel, pronunciaron jubilosas necrologías sobre la destructiva inestabilidad económica capitalista.

"La vieja noción de un... "ciclo de negocios" ya no tiene mayor interés", dijo Solow. "Actualmente los estudiantes graduados nunca han oído hablar del aparato de Schumpeter ni de Kondratieff, Juglar y Kitchin y les parecería extraño haberlo hecho." Después de cincuenta años de estudio, bromeaba Samuelson, la Agencia Nacional de

¹ BRENNER, Robert, *El Desarrollo Desigual y la Larga Fase Descendente: Las Economías Capitalistas Avanzadas, Desde el Boom al Estancamiento, 1950 - 1998*, traducido y publicado por Revista Encuentro XXI! Del original en inglés, N°14, 1999. Las citas bibliográficas que dicho autor tomó son:

(1) *Economic History Review*, 2ª serie, vol.xxiii, agosto 1970; V. Zarnowitz, ed., *The Business Cycle Today*, Nueva York 1972, p. 167. Samuelson hizo este comentario durante una conferencia que celebraba el quincuagésimo aniversario de la Agencia.

(2) Arthur Okun, *The Political Economy of Prosperity*, Washington, DC 1970, p.33. Okun fue uno de los principales arquitectos del "New Economics" ("Nueva Economía") de los años 60 y un presidente del Consejo de Asesores Económicos durante el gobierno de Lyndon Johnson. Su libro fue terminado en noviembre de 1969. En ese momento, el país estaba, como él dice, "en el mes ciento cinco de una expansión económica inigualada, sin precedentes e ininterrumpida." Okun no vaciló en referirse a "La obsolescencia del patrón del ciclo de negocios" (p.32).

Investigación Económica "se ha quedado sin una parte de su trabajo, el ciclo de negocios." (2) Según Arthur Okun, un alto consejero de Kennedy y Johnson, con las síntesis neoclásicas-keynesianas en manos de todos los gobiernos bien informados, las recesiones eran "ahora... previsibles, como los accidentes aéreos" y las fluctuaciones de los negocios como amenaza al tranquilo desarrollo de la economía moderna estaban "obsoletas" ...

Continúa diciendo Brenner *"El triunfalismo de Samuelson, Solow, Okun y de la OCDE escasamente podría haber sido más inoportuno. En el mismo momento en que estaban haciendo esas declaraciones, la economía mundial entraba en una larga y cada vez más seria fase descendente que, incluso ahora, un cuarto de siglo después, muestra sólo ciertas señales de mitigarse. Los informes sobre una cura para las crisis económicas capitalistas periódicas, incluso el estancamiento secular, eran prematuros."*

Se evidencia entonces que la economía presenta efectivamente movimientos que no han podido ser ni controlados ni predichos. Para saber de manera general por qué sucede esto se comenzará por definirlos y describirlos para después estudiar un poco sus causas y consecuencias.

1. Definición

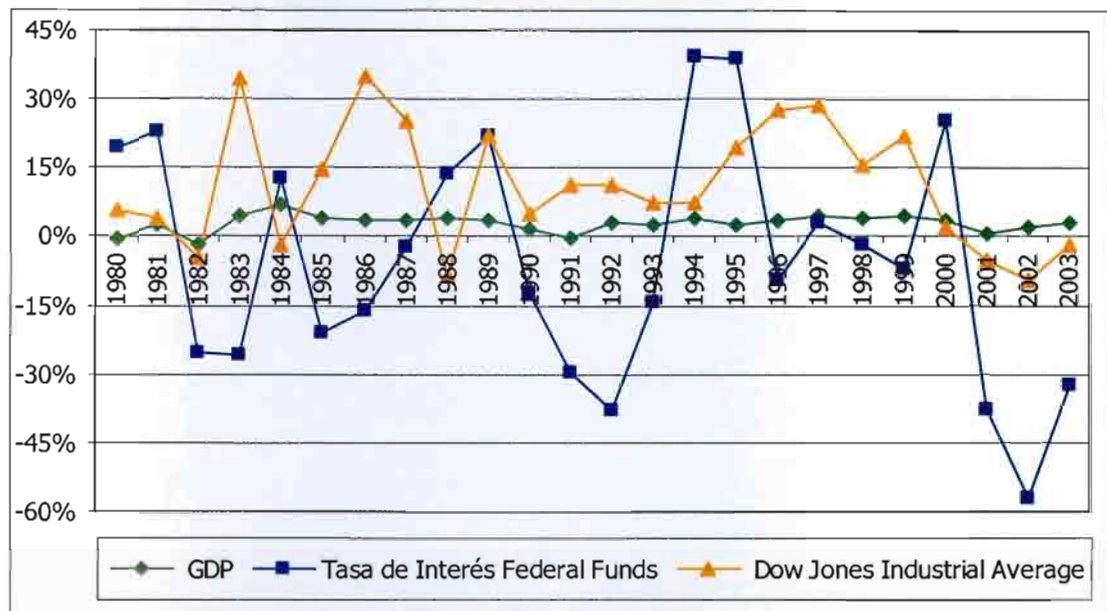
Los ciclos económicos son definidos clásicamente como aquellos movimientos regulares y oscilatorios del producto en un periodo de tiempo determinado, expresados en términos de expansión y contracción de la actividad económica cuyo parámetro fundamental es el Producto Interno Bruto² (en adelante GDP).

En la actualidad además del GDP se utilizan una serie de indicadores que permiten tener una visión más amplia de los diferentes sectores de la economía, que son clasificados según el momento en que se presentan como anticipados, coincidentales y rezagados. Dichos indicadores analizan variables fundamentales como empleo, tasa de interés, expectativas de los consumidores, cotizaciones bursátiles etc. que comúnmente son agrupadas en tres grandes mercados: Dinero, Productos y Valores.

² Idea tomada de CURTIS, Jean Phillipe y COPEL Jonathan, Business Cycle Dynamics in OECD Countries: Evidence, Causes and Policy Implications, Reserve Bank of Australia Conference, Sydney, Australia, July 11-12 2005.

El siguiente gráfico muestra la variación porcentual anual de tres indicadores del comportamiento de la economía de EE.UU. desde 1980 hasta 2003 con el fin de dar una visión general de la interacción de los tres mercados.

• *Gráfico 1 Variación Porcentual Anual GDP, Tasa de Interés Federal Funds y Dow Jones Industrial Average 1980-2003*



Como se puede notar estos mercados muestran movimientos cíclicos similares aunque no necesariamente coincidan en el tiempo. Esto se debe a que las causas y consecuencias de sus fluctuaciones dependen fundamentalmente de las características propias de cada una al momento del análisis. Sin embargo el estudio separado de cada variable no es condición suficiente para saber si una economía está o no en problemas por ello a continuación se hará una descripción teórica que permita correlacionar los diferentes aspectos a tener en cuenta.

2. Descripción del ciclo económico

En esencia, un ciclo descrito teóricamente comienza con una fase ascendente, continúa con la fase de desaceleración y finalmente sucede la caída. En un momento de depresión, la situación económica muestra tasas de interés pasivas altas (debidas a la incertidumbre, al alto nivel de atesoramiento y a la muy baja otorgación de créditos), alto desempleo, subocupación de los factores de producción y alta elasticidad de la oferta de los mismos, baja inflación, bajo movimiento en el mercado de capitales (puesto que los beneficios de las sociedades son muy bajos o con pérdidas y las expectativas de los

empresarios son muy pesimistas), bajo nivel de inversión (sector que ya ha perdido mucho dinero en la fase bajista anterior), bajo nivel de consumo. Un movimiento de expansión puede desencadenarse por cualquier circunstancia que tenga por efecto inmediato mejorar las expectativas de los consumidores (internos o externos) o impulsar, entre otros, a la compra de medios de producción.

Desde el punto de vista monetario es la autoridad monetaria y principalmente el sistema bancario quien mantiene las tasas de interés activas muy bajas. De a poco son las mismas instituciones (banco y cajas de ahorro, fondos de pensiones, sociedades de cartera y grandes inversores en general) quienes se van dando cuenta progresivamente que aunque la economía está mal ha llegado a un punto en que definitivamente no puede empeorar. Los sectores además estiman que han atesorado lo suficiente como para mantener un nivel de liquidez que consideran necesario y pronto comienzan a dar ordenes a sus agentes de comprar aquellas acciones cuya cotización caiga por debajo de un determinado nivel, sin presionar, en este punto crítico, los precios hacia arriba.

La economía nacional continúa en la fase de depresión, la combinación de una tasa de inflación baja y la "liberación" paulatina de dinero reduce los tipos de interés nominales, lo que reduce a su vez la rentabilidad en papeles de renta fija. Comienza así el movimiento hacia las inversiones en papeles de renta variable y la presión que ejercen estas nuevas tendencias llevan a las cotizaciones vigentes al alza, las inversiones se repondrán de a poco y el movimiento general al alza trasciende a la economía entera.

Desde el punto de vista de la producción la demanda de bienes y servicios va mejorando a medida que las expectativas de los diferentes sectores vislumbran un horizonte más claro. Pero como bien lo dijo Haberler, lo que suceda después dependerá de alguna manera de cómo se maneje el crédito bancario³ puesto que será éste el que influirá directamente sobre las expectativas de inversión y sobretodo sobre la estructura de producción a corto y mediano plazo. Si el sistema bancario canaliza el crédito hacia los sectores productivos y no hacia los especulativos *serán en principio los sectores que estén más próximos al consumidor final los que primero se verán beneficiados por estas nuevas políticas (expansión horizontal) y con el tiempo se transmitirá a aquellas empresas que se dedican a producir bienes de capital como maquinarias, construcción, etc. (expansión vertical)*⁴.

³ De manera natural por medio de la interacción natural entre oferta y demanda o de manera artificial liberando más o menos dinero de lo que el mercado necesitaría per se.

⁴ Este punto se desarrollará más profundamente en el capítulo Las fluctuaciones económicas y la industria

En este punto, el aparato productivo depende fundamentalmente de la soltura del sistema financiero. A medida que la expansión se va haciendo efectiva, las empresas empiezan a revelar mejores estados económico-financieros y una masa creciente de dinero sigue fluyendo hacia el mercado de capitales provocando un alza sostenida y generalizada de las cotizaciones.

La economía en general continúa con buenos indicadores de empleo, inversión, etc., aunque de a poco la inflación comienza a tomar partido dentro de las preocupaciones económicas. Esto altera los niveles de salarios y la presión sostenida de la demanda termina por trasladar el aumento del costo de los factores de producción a los precios finales. Las empresas continuarán invirtiendo en equipamiento, bienes de capital etc. y se expandirán en la medida en que existan los recursos para hacerlo más allá de la euforia generalizada de la economía.

De a poco se entra en la fase especulativa en la cual la economía trabaja a plena capacidad a pesar de su nueva capacidad instalada. El mercado de capitales por su parte entra en la fase de resistencia, es decir aunque las empresas tienen muy buenos indicadores (por ejemplo beneficios anormalmente altos) las acciones no tienen tendencias alcistas de un tiempo atrás. Es entonces cuando comienza el proceso de compra de acciones de empresas de no muy buen perfil y se acentúan las negociaciones especulativas.

La crisis ha empezado a gestarse y se evidencia cuando el caudal de dinero fresco que entra a la bolsa disminuye paulatinamente por una cierta intranquilidad en los inversionistas. Las oscilaciones son cada vez más fuertes, con volúmenes de contratación altísimos y existen muchas dudas sobre la continuidad del proceso alcista reflejadas en la venta acelerada de carteras. Sin embargo en un principio este tipo de reacciones hacen pensar al público que es simplemente un reajuste de la situación, que no evidencia un proceso bajista y que todavía da cabida inclusive a más compras con la esperanza de una restauración de la antigua tendencia alcista.

Desde el punto de vista de la industria, existen muchas empresas que han entrado tarde al proceso de expansión y han tomado créditos a tasas mucho más altas que aquellos que se anticiparon al boom. Además por el aumento en la demanda de factores de producción sus costos han aumentado y el nivel de producción aún no corresponde a su máxima capacidad productiva que les permita recuperar lo invertido. *"Como la producción no se encuentra en condiciones de movilizar la cantidad necesaria de capital*

*líquido para proseguir sus operaciones a consecuencia de la excesiva "vinculación" del capital libre, se ve obligada a restringir sus actividades, pero también a efectuar ventas de emergencia*⁵. El nivel de demanda de créditos hace tiempo que es superior al nivel de ahorro proporcional disponible y las tasas de inflación ya ejercen importantes presiones sobre las tasas de interés nominal.

La inflación ya es un problema de consideración, por ello el gobierno interviene para controlarla por medios artificiales. Las tasas de interés suben aún más tratando de incentivar el ahorro y desalentar el consumo. Los indicadores económico-financieros de las empresas empiezan a decaer, lo mismo que el precio de las acciones. El mercado se resiste a vender con la esperanza de recuperar el valor al que compró pero inevitablemente en la medida en que empiecen a necesitar dinero irán vendiendo y provocando un paulatino pero continuo descenso de las cotizaciones.

Ha llegado entonces, el momento de la reacomodación. La depresión es el punto en el cual empiezan a liquidarse inversiones especulativas, inviables y antieconómicas. El lento descenso en la demanda de capital irá reduciendo las tasas de interés y la preferencia serán las inversiones a corto plazo, mientras el mercado de largo plazo entra en "espera" y cautela primero por las malas expectativas en este plazo y segundo porque existen pocas posibilidades de vinculación del dinero más allá del corto plazo. Los precios de los factores de producción también se van acomodando a la nueva realidad y los indicadores laborales muestran las consecuencias del reajuste empresarial. Este "reajuste" llegará a un límite y cuando la situación prevea expectativas más claras comenzará de nuevo el proceso de acumulación y ascenso. En la realidad estos ajustes son manipulados por el gobierno de turno a su gusto de acuerdo a las conveniencias del momento un ejemplo de esto es la economía estadounidense cuyo caso será analizado más adelante en el parágrafo 5: *"Algunas consecuencias de la intervención en la economía de EE.UU. desde 1965 hasta finales de 2003 .*

3. Comparación gráfica de los mercados de productos, dinero y valores

Para saber cuando la economía ha mostrado signos de desaceleración el gobierno de Estados Unidos recurre a una serie de herramientas estadísticas que permiten hacer un

⁵ Strigl, *Curso Medio de Economía, México, Fondo de Cultura Económica, 1941*

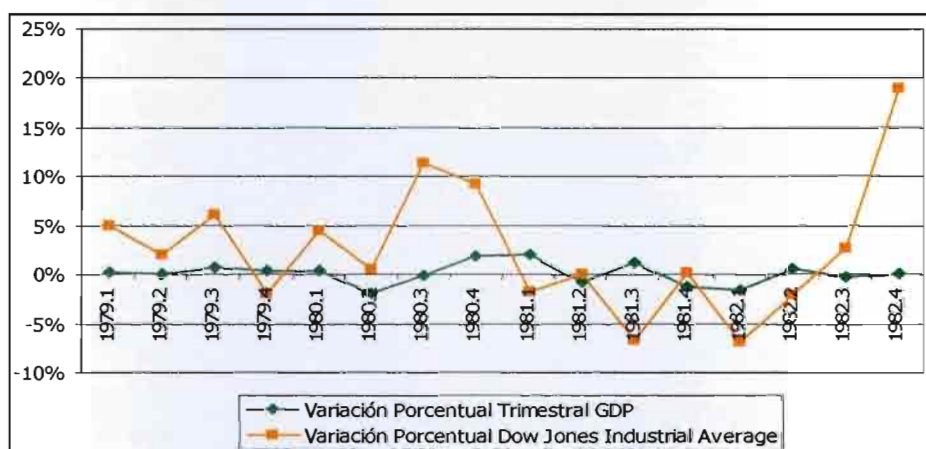
balance general de sus variables fundamentales y así determinar los periodos en los que se registraron cambios en la tendencia económica.

Con el fin de exponer las relaciones de los mercados dados anteriormente durante los periodos considerados claves para el estudio de los ciclos los siguientes gráficos muestran la variación porcentual del GDP de EE.UU (mercado de productos), la variación del índice Dow Jones Industrial Average⁶ (mercado de valores) y la variación de la tasa de interés de los Federal Funds ⁷(mercado de dinero), durante los principales periodos de contracción registrados por el National Bureau of Economic Research así: Enero-Julio 1980 y Julio 1981-Diciembre 1982 (gráficos 2, 5 y 8); Julio 1990-Marzo 1991(gráficos 3, 6y 9) y Marzo 2001-Diciembre 2001 (gráficos 4, 7 y 10).

1. Relación GDP-Mercado de Valores (Dow Jones Industrial Average)

Los siguientes tres gráficos muestran que, el mercado de capitales es mucho más volátil que el GDP. Sin embargo al hacer la comparación de las series es interesante notar como su tendencia es similar, incluso tienen un coeficiente de correlación positivo alto (0,85) teniendo en cuenta la serie desde 1965 hasta 2003). En muchos casos el Dow Jones se anticipa al comportamiento del siguiente o siguientes periodos del GDP como indicador líder.

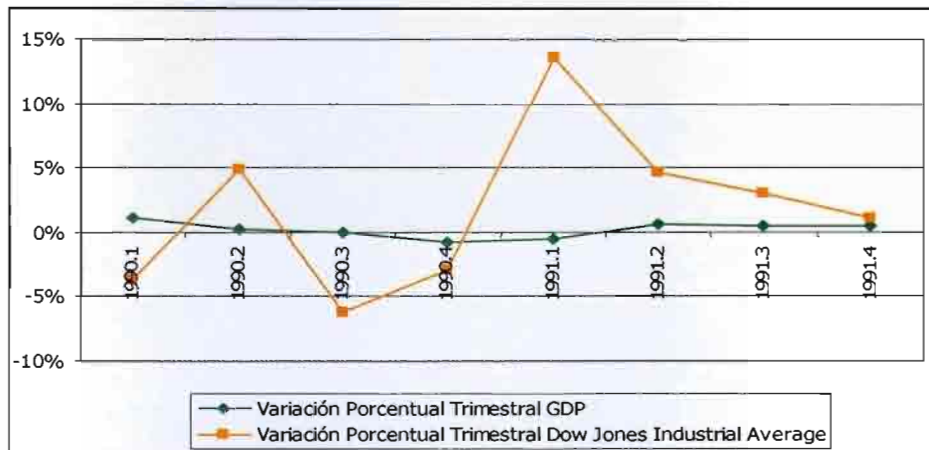
• Gráfico 2 Variación Porcentual Trimestral de GDP y Dow Jones Industrial Average Enero 1979-Diciembre 1982



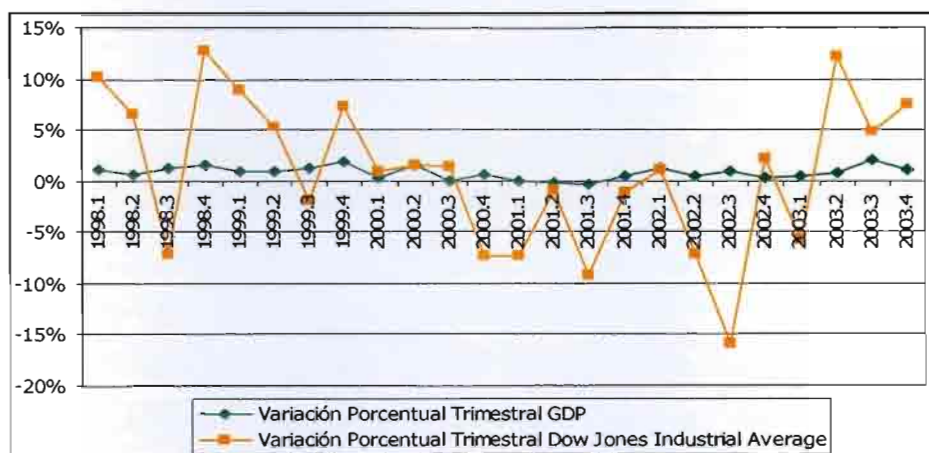
⁶ Se hizo el análisis con respecto al índice Standard and Poor's 500 con resultados muy similares

⁷ Se intentó hacer la comparación con las tasas de más largo plazo pero dichas series son discontinuas.

- *Gráfico 3 Variación Porcentual Trimestral de GDP y Dow Jones Industrial Average Enero 1990-Diciembre 1991*



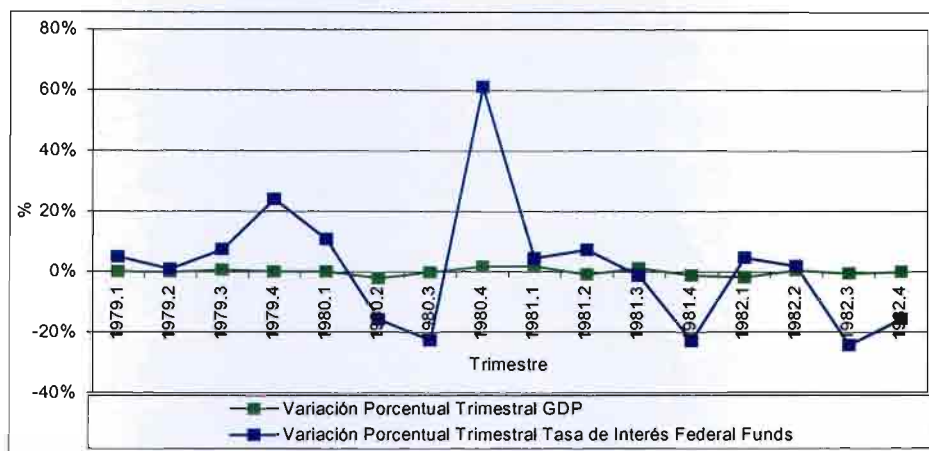
- *Gráfico 4 Variación Porcentual Trimestral de GDP y Dow Jones Industrial Average Enero 1998-Diciembre 2003*



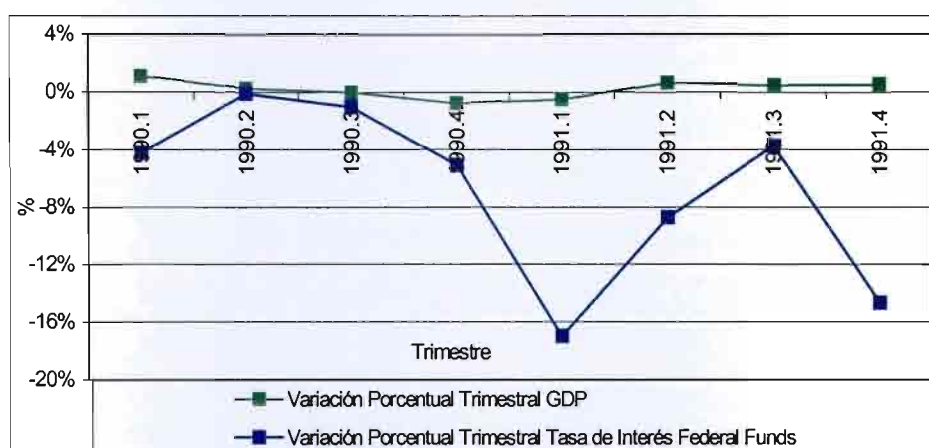
2. Relación GDP Tasa de Interés

La intervención constante para activar o desalentar a la economía hace que exista una fuerte creencia a cerca de la influencia de la política monetaria sobre el desarrollo de la economía. Sin embargo en los años en que se tomaron medidas drásticas (principalmente los años 80) el GDP no reflejó una mejora sustancial tal como lo muestran los siguientes tres gráficos.

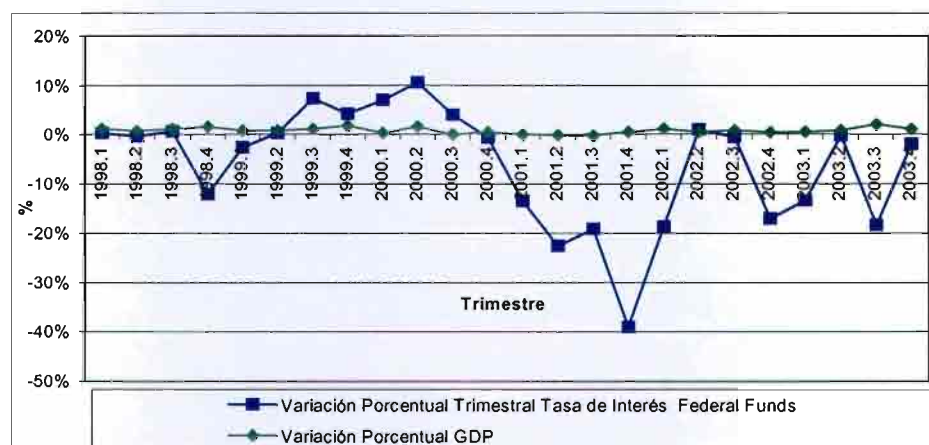
- *Gráfico 5 Variación Porcentual Trimestral de GDP y de la Tasa de interés de los Federal Funds Enero 1979 – Diciembre 1982*



- *Gráfico 6 Variación Porcentual Trimestral de GDP y de la Tasa de Interés de los Federal Funds Enero 1990 Diciembre 1991*



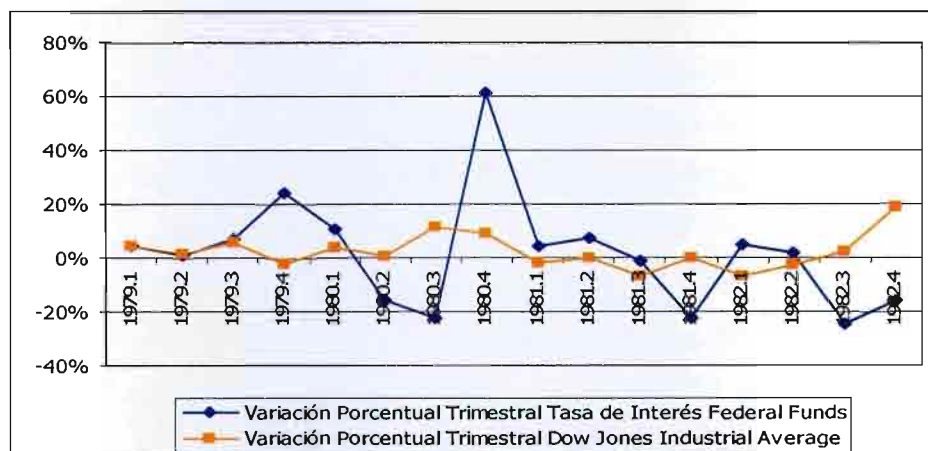
- *Gráfico 7 Variación Porcentual Trimestral de GDP y de la Tasa de Interés de los Federal Funds Enero 1998-Diciembre 2003*



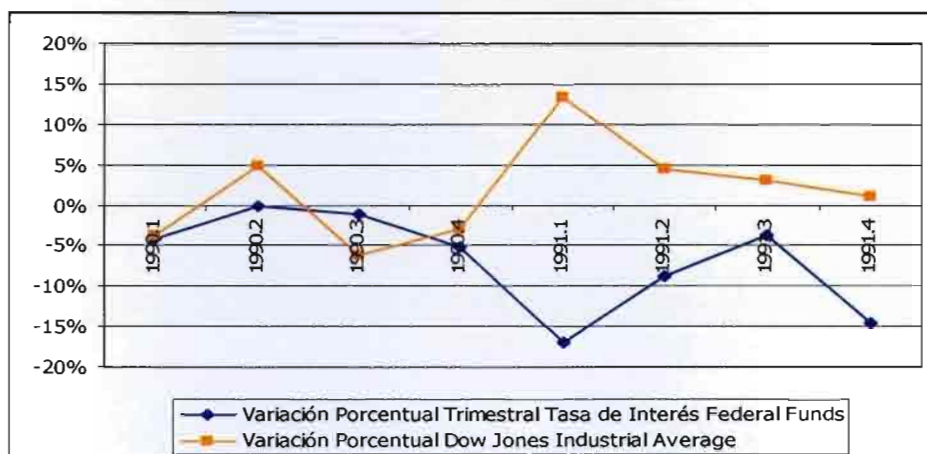
3. Relación Tasa de interés y Mercado de Valores

Como es de esperarse existe una relación inversa entre el comportamiento del índice y el comportamiento de la tasa de interés, esto se da porque ante un aumento en la tasa de interés el costo de oportunidad se eleva y por lo tanto es más difícil encontrar inversiones de riesgo similar que reditúen dicha tasa de interés. Un alza de la tasa de interés desde el punto de vista de la intervención de la autoridad monetaria implica una necesidad de “enfriar” la economía, en muchos casos explicada por el temor de las autoridades a generar inversiones especulativas que luego no pueden compensar las inversiones efectuadas. Sin embargo, en algunos casos como durante el año 2001 la intervención en la tasa no fue suficiente para estimular a los inversionistas y como muestra el último gráfico durante ese año a pesar de reducciones importantes en la tasa de interés el mercado bursátil se quedó a la espera de mejores expectativas.

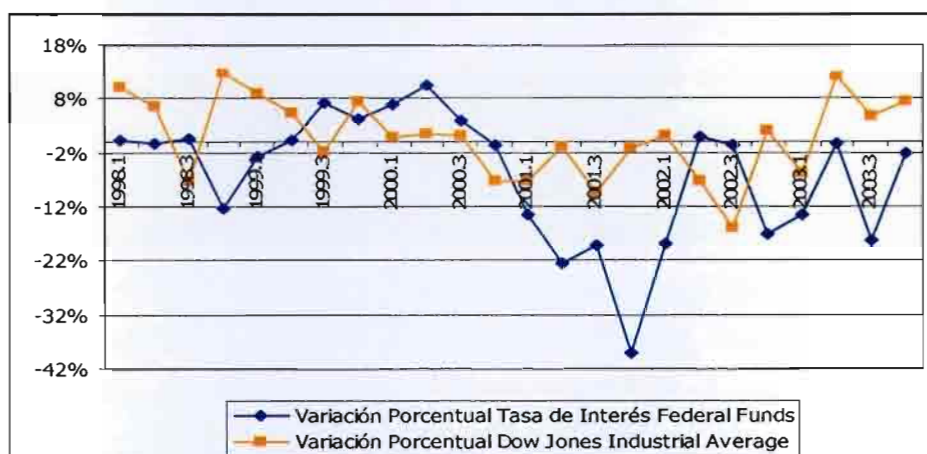
- *Gráfico 8 Variación Porcentual Trimestral Dow Jones Industrial Average y Tasa de Interés de los Federal Funds Enero 1979-Diciembre 1982*



- *Gráfico 9 Variación Porcentual Trimestral Dow Jones Industrial Average y Tasa de Interés de los Federal Funds Enero 1990-Diciembre 1991*



- *Gráfico 10 Variación Porcentual Trimestral Dow Jones Industrial Average y Tasa de Interés de los Federal Funds Enero 1998-Diciembre 2003*



Hasta aquí se ha dado una visión general de lo que es teóricamente el ciclo económico incluyendo las variables que se usan comúnmente para describirlo. A continuación se analizarán las causas y consecuencias de las fluctuaciones económicas desde dos puntos de vista totalmente diferentes los positivistas y los praxeólogos.

4. Diferentes Puntos de Vista Respecto a las Causas y Consecuencias de las Fluctuaciones Económicas

La definición y descripción general del ciclo económico y de los mercados vinculados, tienen involucradas diferentes puntos de vista respecto de cómo analizar las causas y consecuencias de las oscilaciones de la actividad económica.

El papel que el gobierno desempeña dentro de la economía es considerado a veces como "controlador", "perturbador" o "benefactor" según el sector económico que se vea afectado por sus políticas. Cualquiera que sea su función, es innegable que sus políticas afectan directa o indirectamente a corto o a largo plazo el rumbo que toma la economía .

La política fiscal es una de las herramientas comúnmente utilizadas para acelerar o enfriar una economía. Es considerada como perturbadora ya que el gobierno "unilateralmente" es quien decide como, cuando y a quienes afectan sus políticas sin saber con exactitud las consecuencias de las mismas. También es cierto que no suelen ser políticas de fácil tratamiento e implementación dado que depende de diferentes poderes para su reglamentación y las negociaciones suelen ser arduas y desgastantes. Su efecto es más a corto plazo y muchas veces está direccionada hacia determinados sectores de la economía.

La política monetaria por su parte hace referencia a la oferta y la demanda de dinero disponible en el sistema. Sin embargo, dependiendo del gobierno que se trate esta política es llevada adelante por instituciones más o menos independientes del poder ejecutivo, esto hace que sea menos burocrático el tratamiento e implementación. Las tasas de interés, más precisamente las tasas de descuento y el encaje son las dos herramientas comúnmente utilizadas por la autoridad monetaria para acelerar o enfriar la economía (aunque también puede existir intervención cambiaria) pero tiene efectos más a largo plazo que la política fiscal.

Existen vertientes académicas que estudian estas intervenciones con fundamentos teóricos, prácticos e ideológicos que difieren sustancialmente de acuerdo a los supuestos planteados en cada línea de estudio. Para dar una visión general se dividirá el análisis en dos grandes corrientes: Los positivistas y los praxeólogos⁸.

^{8 8} *Praxeología: teoría pura y sistemática que parte de los actos humanos cuya parte más desarrollada es la teoría de la economía de mercado(catalaxia).*

- **Los positivistas**

La necesidad de explicar el ciclo consiste en identificar por medio de la experiencia los orígenes de las fluctuaciones para eliminar los factores de inestabilidad y/o reducir los impactos por medio de políticas "de ajuste". Con base en su tendencia "a posteriori" algunos autores han tratado de ajustar la realidad económica a modelos econométricos que permitan describirla y construir un modelo de equilibrio conducente a predecir las reacciones de los agentes económicos ante las fluctuaciones de esta nueva realidad. Esta corriente se divide en dos ramas principales ambos relacionados con políticas de ajuste: aquellos que hacen énfasis en el comportamiento de la demanda agregada (sobre todo en lo relacionado a las políticas fiscales y monetarias que la afectan) y aquellos que consideran que es la capacidad productiva de la economía (Malthus o Schumpeter) influenciada por variables que la perturban, como los incentivos laborales, innovaciones, etc., la que en efecto genera los desequilibrios macroeconómicos.

Desde el punto de vista monetario, para esta corriente la moneda es la medida de valor y el nivel de los precios es el indicador del comportamiento económico determinado por la cantidad de dinero en circulación y su velocidad de transacción.

Algunos puristas como Hawtrey han descrito al ciclo económico como un fenómeno puramente monetario en el cual un cambio en la cantidad de dinero circulante es el responsable de las expansiones y las contracciones económicas. Hawtrey argumenta que durante la fase ascendente del ciclo las tasas de interés son muy bajas pues hay mucho dinero en circulación, lo que aumenta el consumo y la inversión y disminuye el ahorro. Con el tiempo los bancos se ven obligados a proteger sus reservas aumentando las tasas de interés, reduciendo el consumo y la inversión y provocando una crisis.

Después de Hawtrey se pueden encontrar economistas más o menos radicales en cuanto al mercado de dinero y su prioridad en los desequilibrios económicos. Los factores perturbantes actúan a través del nivel de precios, creyendo entonces que la estabilidad se encontrará solamente si estos son controlados.

Sin embargo una conclusión muy apropiada del profesor G. Haberler indica que si el nivel de precios se mantuviese estable la prosperidad nunca se convertiría en depresión situación que tarde o temprano sucede.

Pero, ¿por qué la estabilidad de precios no genera también estabilidad a nivel económico? Los gobiernos interactúan entre políticas fiscales y monetarias como un péndulo sin llegar jamás a encontrar el punto medio y las explicaciones están relacionadas en parte por las restricciones propias de la misma Teoría del Pleno Empleo y en parte por las consecuencias de la manipulación artificial de la tasa de interés estudiada por los praxeólogos.

Desde el punto de vista productivo y al margen de las intervenciones del mercado monetario, existen autores como J. Schumpeter cuya descripción va encaminada hacia los desencadenantes secundarios de una innovación tecnológica como elemento "perturbador" del equilibrio que es seguido por otros sectores de la economía. En este caso ni las diferencias en tasa de interés, ni el mercado monetario ni mucho menos el nivel de precios son los actores principales del ciclo.

Según Schumpeter estas variables fluctúan como consecuencia de una perturbación inicial derivada de las decisiones de inversión que los empresarios toman sobre las innovaciones y que pronto, con expectativas favorables, se retroalimentan y amplifican generando lo que él mismo llamó "la destrucción creativa". Esta situación sacaría del mercado a aquellos agentes que no cumplen con el nivel de productividad reinante haciendo que sea la oferta y la demanda quien regule el mercado. Sin embargo aunque "las corporaciones aseguran rutinariamente el retorno de sus inversiones en capital social incorporando avances tecnológicos buscan conseguir, por toda suerte de medios político-institucionales, la protección de su mercado frente a sus competidores". El ciclo no se agota, entonces por un problema de saturación de la inversión sino porque las innovaciones generan distorsiones que hacen que el sistema tenga que adaptarse a la nueva situación después de la perturbación, sacando del mercado, al menos en teoría, a aquellos agentes que no son productivos (con la resistencia que esto conlleva). Al comienzo el margen de utilidad es mayor en los "innovadores" pero con el tiempo el nivel de rentabilidad tiende a disminuir hasta anularse. Entonces, además del agotamiento generado por las innovaciones, la intervención o, más precisamente, la protección de algunos sectores que se vieran afectados por la nueva tecnología pueden generar distorsiones aún mayores que tienden a ser controlados por medios no productivos como aumentos de impuestos o barreras arancelarias.

- **Los praxeólogos**

Llamados también austríacos en este enfoque el análisis no se basa en la experiencia sino en el comportamiento a priori, considerando así que, los actos económicos no son cuantificables porque las elecciones individuales no son constantes en el tiempo. Por lo tanto consideran los pronósticos basados en datos históricos como inútiles.

En este caso, la moneda es más un bien comerciable como cualquier otro bien cuyo precio lo determina (al igual que otros bienes) la interacción entre la oferta y la demanda. Los precios no son los determinantes del ciclo ni siquiera son un indicador de estos, puesto que es realmente la "interacción" entre la oferta y la demanda de dinero la que da un indicador más preciso, la tasa de interés.

Fue la demostración de Wicksell a cerca de que los precios responden a las discrepancias entre la tasa de interés bancaria y real lo que dio a los praxeólogos (más precisamente a la escuela austríaca) la explicación de la desinversión del capital durante el boom. El movimiento del mercado que eventualmente revela una desinversión intertemporal y convierte un boom en una caída concuerda, paradójicamente, con el proceso descrito por algunos positivistas como Marshall en el cual las desinversiones internacionales "inducidas" por la expansión en el crédito son subsecuentemente eliminadas por cambios en términos de comercio y el flujo de bienes. Veamos como sucede esto.

Si las tasas de interés son artificialmente modificadas, por ejemplo si son reducidas no por la interacción genuina de la oferta y la demanda de dinero sino por la intervención de la autoridad monetaria⁹, se genera un exceso de crédito también artificial. Como la tasa de interés es uno de los indicadores generalmente consultados para elegir entre diferentes decisiones de inversión¹⁰, las extensiones del proceso de producción o la magnitud de modernización del mismo, cualquier movimiento "no natural" afecta las decisiones de todos los sectores de la economía. La manipulación de la tasa de interés que no tiene contrapartida en las expectativas de la economía genera al poco tiempo un crecimiento "artificial" de la inversión generado por las bajas tasas de interés y termina

⁹ Generadas principalmente por la intervención del Banco Central .

¹⁰ En este caso se puede indicar como decisión de inversión a la posibilidad que tiene un individuo para elegir entre invertir en un activo físico, uno financiero o simplemente ahorrar.

siendo una estrepitosa caída. Esto se debe a que la escasez de capital generada en el corto plazo induce la inversión en sectores poco rentables y de futuro incierto ¹¹.

Es evidente, según este enfoque, que las decisiones sobre la política pero más específicamente sobre la tasa de interés afectará a la economía de diferentes maneras y dependerá del reparto de los factores de consumo. Para ello autores como Hayek y Garrison desarrollaron la idea de *las etapas de inversión, en las cuales el control sobre la tasa de interés no solamente afecta a la inversión per se sino también, como consecuencia, a la asignación de recursos dentro del mismo sector dependiendo de que tan lejos estén las empresas respecto del consumidor final.*

"El reparto de los factores de la producción entre la producción de bienes de consumo, por un lado y las fases anteriores de la producción, por otro, puede modificarse (...) El progreso económico es debido en gran parte, al hecho de que una proporción cada vez mayor de recursos disponibles, se invierte en los primeros estadios de producción" por lo tanto " (..) nuevas fases o estadios se añaden o intercalan, de tal suerte que se prolonga el encadenamiento vertical de la producción. (...) limitado por el ritmo del ahorro"

El ahorro o la cantidad de dinero disponible para la inversión refleja por medio de tasas de interés mayores lo que la economía está "sintiendo". Una intervención externa simplemente genera expectativas que no existen y que impiden que la economía se depure por sí sola.

Para comprender un poco los puntos de vista analizados por las dos teorías a continuación se utilizará como ejemplo la actividad económica de Estados Unidos durante el principal shock de oferta de los años 70.

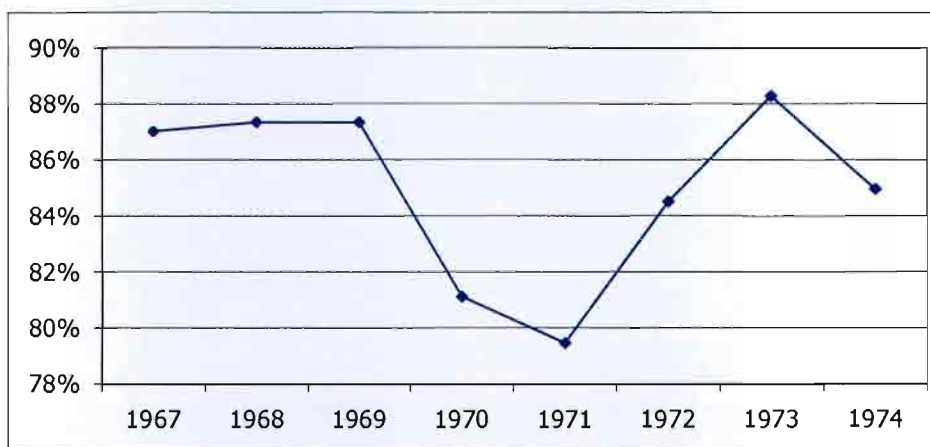
¹¹ Las empresas punto com son el caso más llamativo de la última década para finales de los años 90 habría llevado al mismo Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal a preguntarse si el desempeño tan exitoso de la economía de su país (alto crecimiento, alto empleo, baja inflación y una bolsa en constante alza) los había llevado a moverse más allá de la historia dejando de lado de una vez por todas el ciclo económico. Poco tiempo tuvo que pasar para que la economía estadounidense respondiera a esta pregunta, la gran burbuja reventó a pesar de las expectativas de superación del ciclo económico con base en la propagación de nuevas tecnologías. La Reserva Federal tuvo que intervenir para lograr un "suave aterrizaje" aumentando las tasas de interés de los fondos federales de 4.97% de 1999 a 6.24% en el 2000.

5. Algunas consecuencias de la intervención en la economía de EE.UU. desde 1965 hasta finales de 2003

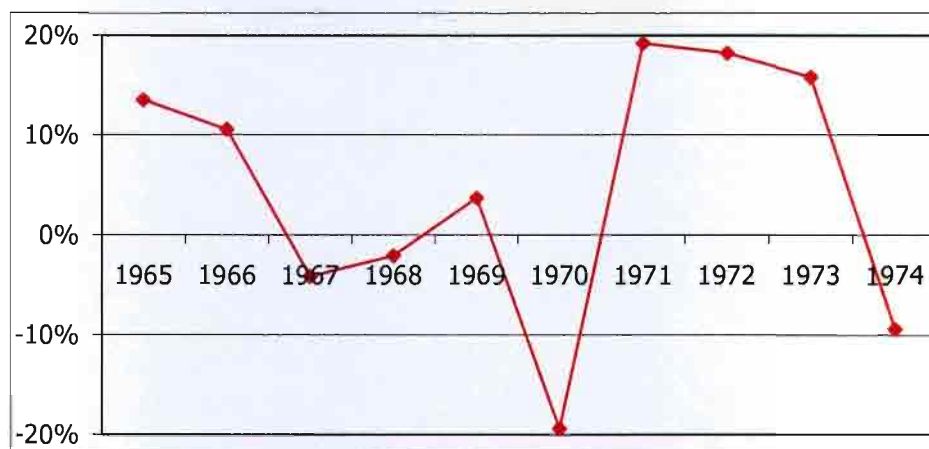
La economía global después de la Segunda Guerra Mundial tuvo un notable repunte propiciado entre otras cosas por la reconstrucción de los países devastados por la misma y la institución de múltiples organismos encaminados a restablecer el orden mundial como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial. Sin embargo después de dos décadas se generó una de las más prolongadas fases recesivas del siglo XX. Muchos analistas creen que la prolongada crisis económica de los años 70 fue generada por el problema petrolero que influyó directamente sobre la productividad, rezagando la producción sobretudo de grandes potencias como Estados Unidos (líder del crecimiento económico), Alemania o Japón como seguidores del desarrollo norteamericano. Otros por su parte aseguran que la crisis se había gestado un tiempo antes de la denominada crisis del petróleo y que básicamente estuvo relacionada con la reducción de utilidades del sector manufacturero y el incremento de la inflación.

Desde el punto de vista productivo el hecho de reducir el suministro mundial de petróleo definitivamente fue un shock negativo de mediano plazo que afectó directamente a la oferta, y más precisamente a los costos de producción. Pero antes de éste shock la economía norteamericana había comenzado a tener menores índices de utilización de la capacidad instalada y menores beneficios corporativos, por lo tanto los problemas venían de un periodo anterior a la crisis energética, como lo indican los siguientes gráficos.

• *Gráfico 11 Variación Porcentual de los beneficios corporativos 1965-1974*



• Gráfico 12 Porcentaje de Utilización de la capacidad instalada 1967-1974



Las relaciones económicas mundiales tendían a manejarse de manera vertical, es decir por tratados socio políticos o financieros más que como un problema de competencia empresarial. La economía Estadounidense vio como la inversión en capital fijo (implementada básicamente por el desarrollo tecnológico) de difícil recuperación y adaptación fue avasallada por los nuevos competidores extranjeros que generaban nuevas tecnologías o las imitaban y mejoraban sus costos entre otras cosas por tener mano de obra mucho más barata y una moneda menos fuerte. Pero el amenazado mercado norteamericano en vez de redireccionar su producción hacia líneas más competitivas (como sugiere la teoría de Schumpeter) decidió quedarse en mercados en los cuales ya no eran competitivos sacrificando drásticamente sus márgenes de utilidad y entrando en flexibilizaciones laborales que pronto hicieron que la economía cayera en la fase recesiva. Se arrastró así a todos los países dependientes del auge norteamericano y de su moneda. La balanza comercial era fuertemente negativa para Estados Unidos invadida por productos manufacturados de Europa y Asia para comienzos de los años 70¹².

¹² En general los países pertenecientes al G7 tuvieron dramáticos problemas en sus balanzas de pagos llevando a muchos de estos países a devaluar su moneda y finalmente colapsaron la estructura fundamental del sistema de tipos de cambio fijos Bretton Woods . Para Estados Unidos el problema era que estaban obligados a cambiar oro por dólares con lo bancos centrales extranjeros lo que fue una restricción externa potencial a su política macroeconómica. Tomado de Krugman, Paul, Economía Internacional, páginas 652 a 661, Tercera Edición, 1995

Balanza Comercial de Estados Unidos 1963 – 1973

	1963	64	65	66	67	68	69	70	71	72	73
Japón	0.3	0.2	-0.5	-0.8	-0.3	-1.2	-1.6	-1.4	-3.3	-3.9	-1.3
Alemania	0.6	0.4	0.3	-0.1	-0.3	-1.0	-0.5	-0.4	-0.8	-1.4	-1.6
Japón + Alemania	0.9	0.6	0.2	-0.9	-0.6	-2.2	-2.1	-1.8	-4.1	-5.3	-2.9
Mundo	5.2	6.8	4.9	3.8	3.8	0.6	0.6	2.6	-2.3	-6.4	0.9
Cuenta Corriente	4.4	6.8	5.4	3.0	2.6	0.6	0.4	2.3	-1.4	-5.8	2.3

Fuente: Kosal, *Era of High-Speed Growth*, p.177; Liesner, *One Hundred Years of Economic Statistics*, p.104.
Cuadro US.15; ERP 1983, p. 76. Cuadro B-101

Las intervenciones gubernamentales de comienzos de la década de los 70 estuvieron encaminadas hacia el control de los precios, por medio de aumentos impositivos, reducciones del crédito fiscal sobre las inversiones y los gastos federales. Por el lado monetario la FED mantenía restringido al crédito con altísimas tasas de interés.

Sin embargo el gobierno asumió diferentes políticas de ajuste a lo largo de los primeros años de la década principalmente hacia 1973 cuando las elecciones estaban en puerta buscando controlar los precios como diera lugar. En ese mismo año inesperadamente los controles fueron levantados y la inflación cobró fuerza llevando al país de nuevo a una grave crisis cambiaria. El sistema Bretton Woods colapsó por las fuertes presiones devaluatorias de EE.UU. sobre los países con cuentas corrientes altamente positivas como Japón o Alemania, lo que hizo que de nuevo los productos norteamericanos fueran más competitivos relativamente pero con consecuencias nefastas para el poder adquisitivo interno. Evidentemente el resto del mundo sufrió las consecuencias de la devaluación del dólar preparando el terreno para lo que después fue la crisis del petróleo de mediados de los 70's¹³.

Hacia 1974 el precio del petróleo aumentó aceleradamente disminuyendo aún más las utilidades y acelerando la inflación, se mantuvo la tendencia generalizada de tomar medidas de control de precios aumentando las tasas de interés y restringiendo los créditos. Durante las siguientes dos décadas los niveles de productividad nunca pudieron superar a los de finales de los años 60. Los partidarios de la teoría de la oferta aseguran que el problema estuvo principalmente relacionado con la baja productividad laboral generada por las políticas de flexibilización de este mercado de lo cual no existe evidencia¹⁴.

¹³ Como se puede ver aquellos positivistas proclives a la intervención por parte del gobierno y/o de las autoridades monetarias se equivocaron respecto a las consecuencias de sus políticas (lamentablemente esta misma estrategia se ha aplicado en los países emergentes con consecuencias dramáticas)

¹⁴ "La resistencia y el desgano de los trabajadores no puede haber causado una caída en el crecimiento de la productividad laboral en los años en que primero cayeron las ganancias (antes de 1973), por la simple razón que, durante ese período –a pesar de un innegable crecimiento en la militancia y la actividad obrera– la

Está claro que las políticas intervencionistas de los diferentes gobiernos llevaron una crisis con solución relativamente fácil en el mediano plazo a una crisis de casi dos décadas. Las interacciones entre mercados competitivos y no competitivos habría llevado a una estabilización de la situación económica mundial. Pero ante las sucesivas bancarrotas y quiebras corporativas de grandes empresas generadas por largos periodos de bajas utilidades, los gobiernos se vieron obligados a intervenir principalmente por medio de un incremento persistente de la deuda, lo que prolongó la fase descendente pero aunque según algunos entendidos evitó una depresión. Esto se ve reflejado en el nivel de utilización de capacidad instalada de la década 1975- 1984.

El siguiente gráfico muestra como a pesar de la grave situación económica posterior al primer shock petrolero, se seguía tendiendo a mantener la capacidad instalada (incluso a aumentarla durante los críticos finales de los años 70) gracias a la intervención del gobierno.

• *Gráfico13 -Porcentaje de Utilización de la Capacidad Instalada en EE.UU. 1975-1984*



Las rígidas intervenciones gubernamentales de los años 70 y 80 dieron como resultado altas y bajas en el comportamiento económico mundial, sin embargo el problema esencial de exceso de capacidad instalada no se solucionó. La evidencia más clara de esto es que durante el gobierno de Reagan (y a pesar de sus políticas estrictas respecto al gasto y al

productividad de mano de obra, al menos en el sector manufacturero, no descendió. En los EE.UU. el crecimiento de la productividad de la mano de obra en el sector se mantuvo durante el periodo inicial de la baja de utilidades (1965-73).(...). Tampoco, puede mostrarse un crecimiento de la productividad de la mano de obra o algo semejante que pudiera haber sido insuficientemente alto para mantener presión sobre los salarios. En las economías del G7 tomadas en conjunto el crecimiento de la productividad de la mano de obra por hora en el sector manufacturero se mantuvo a un ritmo estable durante el auge del boom y en el periodo en que cayeron las utilidades, creciendo en una tasa anual de un 5,4% en los comienzos de los 60, de 4,7% al final de los 60 y de un 5,6% a comienzo de los setenta (hasta 1973). Brenner, página 205.

crédito del lado de la oferta) se generó simultáneamente un dramático descenso de la demanda agregada. Es más las restricciones en la oferta propiciaron que aquellas empresas que eran ya de por sí ineficientes salieran del mercado pero no pudieron reestablecerse en otras líneas de producción alternativas. Un tiempo más tarde se impuso una política de reducción de impuestos con el objetivo de incentivar de nuevo las inversiones tanto de nacionales como de extranjeros. Una vez más la intervención fue frustrada por las pobres expectativas que se tenían sobre el desempeño general (al parecer los praxeólogos tenían razón).

Hacia mediados de los años 80, el dólar se había apreciado frente a las monedas europeas y asiáticas y la economía norteamericana volvía a tener problemas de competitividad relativa con el resto del mundo. Hacia 1985 se firmó un acuerdo llamado "Del Plaza" que buscaba "obligar al dólar a bajar su precio. Esto ayudó a mejorar la situación económica del país con diferentes consecuencias para sus competidores¹⁵. Los países afectados negativamente con la situación cambiaria norteamericana buscaron estabilizar su moneda con el acuerdo del Louvre que estipulaba bandas cambiarias para los tipos de cambio. El resultado fue que los intentos oficiales para influir en los tipos solo habían tenido éxito cuando se apoyaban en cambios de política monetaria o fiscal. Así, hacia finales de la década de los 80 volvieron a surgir problemas inflacionarios que particularmente en Estados Unidos estuvo vinculado al rápido crecimiento monetario entre 1985 y 1986, conduciendo de nuevo a un control exhaustivo que derivó una vez más en el estancamiento económico de comienzos de los 90.

La política una vez más estuvo centrada en el control de los precios y si bien sus consecuencias sobre el Producto Bruto Interno en un comienzo generó graves problemas de crecimiento, el sector financiero logró estabilizar la turbulencia de los cercanos años 80. El flujo de las inversiones había sido influenciado en este periodo por la estabilidad en las tasas de interés a costa una vez más de los salarios ayudando al sector manufacturero a recobrar un nivel "adecuado" de utilidades. Por un lado esta inversión al mismo tiempo que fue producto de las expectativas de ganancia que se fueron confirmando, ayudó al crecimiento fundamentalmente de inversión en maquinaria y equipo de alta tecnología cuyo valor había disminuido drásticamente y que reemplazaba equipo de la base técnica anterior con productividad menor y un valor bastante mayor tal

15 "Por cuanto sus monedas estaban generalmente atadas al dólar, la Banda Asiática de los Cuatro, así como las recién emergentes economías del Sudeste de Asia, se beneficiaron particularmente del estrepitoso aumento del yen contra el dólar durante la década posterior al Acuerdo del Plaza de 1985. (...) estos países "fueron capaces de lograr durante toda una década desde 1985 a 1995, avances de otra manera inconcebibles en las exportaciones, las que hicieron posibles adelantos en la producción manufacturera así como la atracción de flujos, de créditos e inversiones directas del extranjero" Brenner página 263

como lo Shumpeter pensó que sucedería. Por el otro, los profundos cambios que se dan en las relaciones sociales de producción, particularmente la relación capital/trabajo, supuso un mayor grado de explotación.

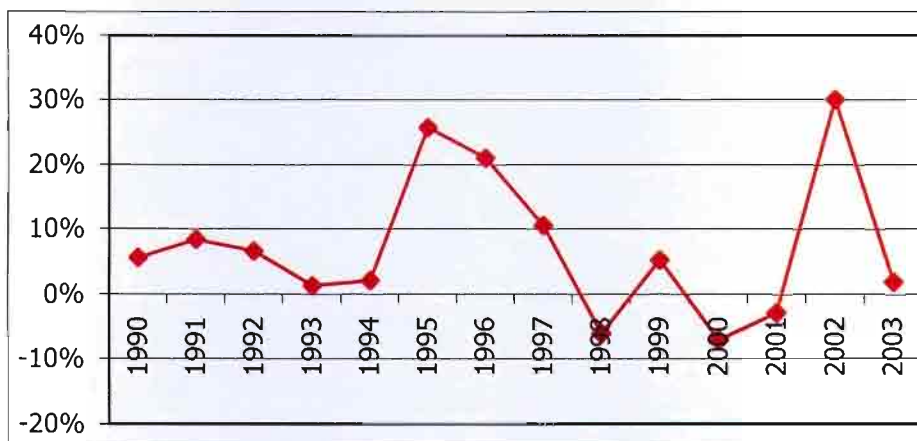
Esta mejora en las expectativas trajo como consecuencia obvia un repunte sobredimensionado del valor de las acciones sobre todo las tecnológicas que fue beneficiado en parte por la caída de las economías asiáticas, rusa y brasilera que contribuyeron al flujo de capitales hacia la economía norteamericana en principio por el aumento de dinero disponible surgido de los salvatajes seguido de perspectivas más seguras de inversión.

Para evitar un recalentamiento de la economía la FED decidió a comienzos del año 2000 aumentar las tasas de interés con la esperanza de lograr un aterrizaje "suave" después del boom.

Sin embargo, el desplome de las acciones tecnológicas y la caída de las ventas inevitablemente pusieron al descubierto enorme sobreproducción y sobreinversión en la principal rama que venía impulsando la economía norteamericana y mundial. Esto es lo que muestran los datos corregidos tanto de productividad como de ganancias, cuyo crecimiento ilimitado eran los supuestos sobre los que se montaba el mito de la "nueva economía". El crecimiento de la productividad desde mediados de los 90 (aunque superior a los años 70 y 80) resultó ser bastante menor de lo que se decía entonces.

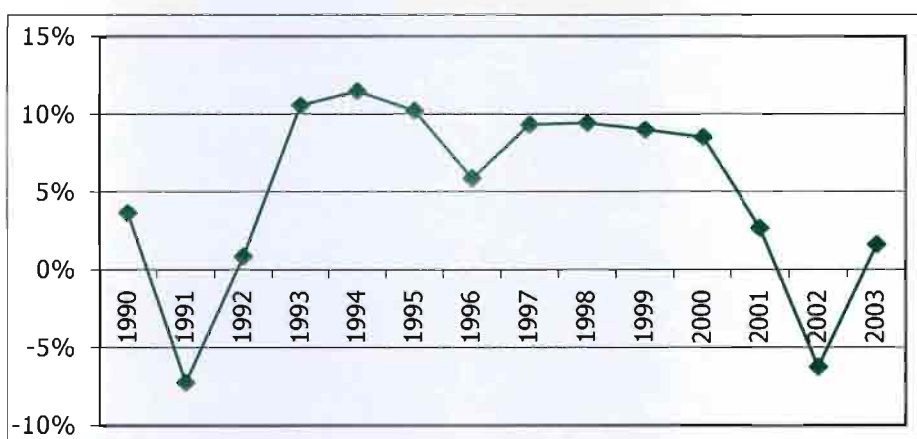
Como lo muestra el siguiente gráfico para mediados de los 90 las empresas reflejan su bienestar económico con altos beneficios corporativos, sin embargo para 1998 cuando el mercado accionario estaba en auge, los beneficios se vieron reducidos, las expectativas empezaban a cambiar aunque el cambio en la tendencia sólo fue registrado por el National Bureau of Economic Research hasta mediados de 2000.

• *Gráfico 14 Variación Porcentual de los Beneficios Corporativos 1990-2003*

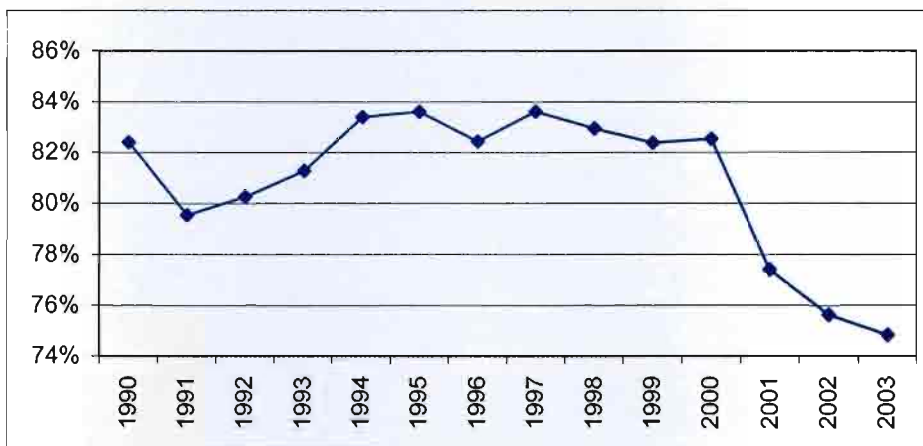


La incertidumbre fue creciendo y el 11 de Septiembre no hizo más que agravar la situación. El gobierno de Bush con su política militarista ha intentado desde entonces mantener la demanda agregada con base en el aumento de los gastos públicos norteamericanos bajo un régimen de déficit fiscal colosal, sobretodo para los gastos militares y 'antiterroristas' así como para la 'reconstrucción' de Irak . Esta demanda aumentada se transforma en una demanda internacional y revierte hacia el sector externo produciendo un déficit comercial gigantesco, superior a los colosales déficits de los años de 1980. Finalmente los siguientes dos gráficos muestran como estas nuevas políticas han generado retrocesos en la inversión de capital fijo y en la utilización de la capacidad instalada en vez de mejorar las expectativas empresariales.

• *Gráfico 15 Variación Porcentual la Inversión en Capital Fijo Privado 1990-2003*



• *Gráfico16 Porcentaje de Utilización de la Capacidad Instalada 1990-2003*



Hasta aquí se ha visto como las diferentes teorías presentan sus posiciones respecto a los grandes agregados económicos y la manera que algunas políticas tienen serias consecuencias sobre la economía real en términos generales. Pero ¿cuales serán sus consecuencias sobre las industria o las empresas?. De ahora en adelante se irá reduciendo el espectro de análisis hacia estos dos niveles manteniendo como hilo conductor la influencia de la política económica sobre su actividad.

CAPITULO 2 LAS FLUCTUACIONES ECONOMICAS Y LA INDUSTRIA

Para hacer el análisis industrial primero hay que poner en claro los puntos teóricos sobre los cuales se sustentará. A manera introductoria la siguiente nota es un resumen de los puntos fundamentales a desarrollar a partir de una intervención directa en la economía.

"El incremento de los bienes de capital por encima de los niveles consistentes con el equilibrio monetario ocasionará ciertamente un aumento transitorio de la productividad marginal y de los salarios reales, de mayor o menor intensidad según los sectores, así como del volumen de producción de la economía. Este aumento del volumen de producción estará sesgado en favor de los bienes de capital que crecerán en mayor proporción que los bienes de consumo. Si persiste el desequilibrio monetario, la demanda de bienes de consumo, alentada por el aumento de los salarios reales de la mayor parte de trabajadores y por tipos de interés inferiores a su nivel de equilibrio, terminará creciendo por encima de la oferta de dichos bienes que tiene que competir con los mayores incentivos existentes para producir bienes de capital. A medida que se agotan los estímulos creados por la expansión monetaria y se tensiona la oferta de liquidez, se contraerán los sectores cuyo crecimiento dependía de la persistencia de condiciones financieras excepcionales y se pondrá en marcha un proceso de caída de la actividad económica y cambios de su composición. Este proceso suele estar caracterizado inicialmente por un aumento de los precios de consumo, sobre todo de los bienes de consumo no duraderos, en relación a los bienes de inversión y una caída de la proporción de los bienes de equipo en el volumen de producción. La intensidad de este ajuste dependerá sobre todo de los desequilibrios acumulados durante la fase expansiva que, entre otras cosas, determinará la salud de los balances bancarios, así como la viscosidad de la estructura salarial y de las expectativas de los agentes económicos en los primeros estadios del cambio de ciclo."¹⁶

. Muchas críticas ha tenido este enfoque basadas en que son poco aplicables sus teorías en cuanto a la descripción real y a la predicción del comportamiento de las "economías occidentales" reflejadas a lo largo de su historia. El mismo autor de esta nota argumenta: "A mi juicio, estos errores de predicción se derivan de utilizar el modelo para

¹⁶ FÉITO, José Luis, El Pensamiento Austriaco Y Sus Implicancias De Política Económica, Fundación Internacional para La Libertad (www.fundacionfil.org)

analizar el ámbito temporal del corto plazo. La característica distintiva del enfoque austriaco es su afán por integrar el análisis monetario y el análisis de las modificaciones de la estructura de capital, un fenómeno éste que pertenece al mediano plazo. En este periodo de referencia, la influencia de las oscilaciones monetarias sobre las variables reales se combinan con otras fuerzas económicas como el avance tecnológico, los cambios en la población, los cambios en las instituciones y en los hábitos sociales que inciden en la propensión al riesgo y en el ahorro de empresas y familias, etc...”.

Como se puede ver reunir ideas neoliberales a las austríacas puede ser bastante difícil sin embargo, con algunos ajustes, pueden ser utilizadas para representar la realidad industrial.

Como es de esperarse existirán sectores de la economía que serán menos afectados que otros ante los cambios de situación económica vigente, políticas gubernamentales, situación externa o competencia. Otras por el contrario son un indicador permanente del comportamiento de la economía (como es el caso de la construcción o el sector automotriz), éstas sirven como estimadores de una tendencia y reaccionan sensiblemente a cambios en el ingreso, tasa de interés, precios, tipo de cambio o tecnología. La sensibilidad de cada industria es calculada en el mercado de valores mediante la formación de carteras de acciones de empresas del mismo sector (publicada por consultoras especializadas en el tema). Con base en datos históricos de los precios de mercado se calcula la variación de la cotización de cada empresa de un mismo sector respecto a los cambios del mercado en general y su resultado es el valor de un beta ponderado de la cartera de la industria. De esta forma aquellas industrias que son cíclicas tendrán un beta alto puesto que irán igual o mejor que la economía si esta tiene un comportamiento favorable e igual o peor si la situación es recesiva.

Una manera clara de mostrar estas variabilidades (que sería la neoliberal) está representada por el Dow Jones Industrial Average creado por Charles H. Dow en 1884 para la Bolsa de New York. Con este índice él pretendía establecer un indicador de la actividad económica, ponderando dicha actividad a través de la evolución de determinados sectores en el mercado bursátil. Dow sostenía que el auge de la actividad económica implica una mayor producción de las empresas industriales, que al incrementar sus beneficios ven incrementadas la demanda de sus acciones y consecuentemente sus cotizaciones. Esta expansión lleva un efecto de arrastre al resto de sectores, cuyas empresas empiezan a tener beneficios y mejoran también el precio de

sus acciones¹⁷. Es por eso que se utilizan este tipo de índices como “indicadores anticipados” ya que estadísticamente los ciclos bursátiles suelen “anticiparse” entre 8 y 12 meses a los económicos. De hecho, los que participan en los mercados de valores tienden a adelantarse a la posible realidad futura comprando o vendiendo basados en su percepción de un futuro mas o menos cercano.

Para mostrar el fenómeno cíclico de algunas industrias veamos por ejemplo el comportamiento de los índices Dow Jones industrial total, de bienes de consumo cíclicos y no cíclicos durante los últimos 5 años¹⁸.

- *Gráfico 17 Relación Índice Dow Jones Industrial Total, Dow Jones Bienes de Consumo Cíclico y No cíclico*



En donde

- IYK: Índice Dow Jones Bienes de Consumo no cíclico
- IYC: Índice Dow Jones Bienes de Consumo Cíclico
- DJI: Índice Dow Jones Industrial Average

Veamos varias conclusiones que se pueden sacar del gráfico anterior. La primera sería que a simple vista el DJI y el IYC tienen comportamientos similares con coeficientes de correlación visiblemente altos. La segunda es que si bien el IYK no se ajusta mucho a las variaciones de los otros dos indicadores, de alguna manera refleja una tendencia muy similar. Y finalmente que durante la época en que el National Bureau of Economic Research reportó un cambio de tendencia en el comportamiento de la economía (Marzo

¹⁷ Basándose en estos índices, Charles H. Dow, formuló su teoría, en la cual se basa todo el análisis técnico moderno y por supuesto el chartismo.

¹⁸ El periodo de tiempo utilizado corresponde a la disponibilidad de datos.

2001-Diciembre 2001) los tres índices son muy similares tal vez tomando recaudos a cerca de lo que su presente económico reflejaba.

Otra manera interesante de medir la ciclicidad de algunas industrias es analizándolas desde el punto de vista del empleo y demanda final que generan; pocas teorías son tan claras en su punto de vista sobre el comportamiento de la industria en las fluctuaciones económicas como los austríacos. Su análisis puntualiza la diferencia en el impacto de los ciclos sobre las diferentes industrias según su proximidad al consumidor final concluyendo que son más sensibles las industrias dedicadas a la producción de bienes de capital que aquellas que se desenvuelven en los campos del consumidor final. A medida que la actividad se aleja de este último las consecuencias de los shocks son más profundos, largos y amplios.

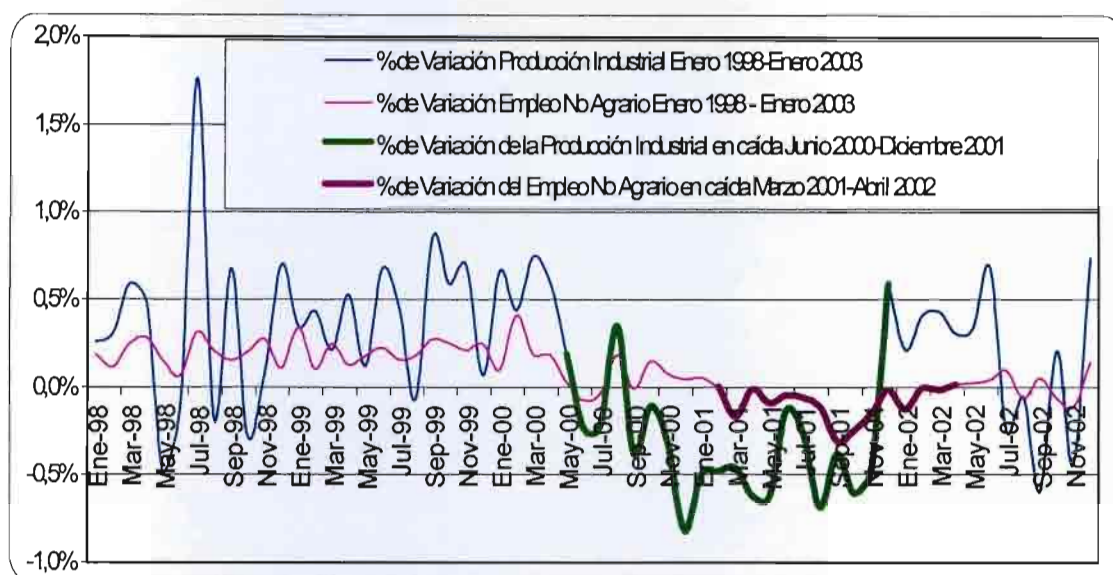
Para mostrar esta idea un estudio realizado por Kaza¹⁹ compara primero el comportamiento de la producción industrial y el empleo no agrícola²⁰ (ambos indicadores coincidentales). Teniendo en cuenta los datos para el último ciclo registrado por el National Bureau of Economic Research el siguiente gráfico muestra que:

- 1) La variabilidad de la serie de Producción Industrial es fuertemente mayor que la de Empleo No Agrícola. De hecho al calcular la desviación estandar de las series muestra que la Producción Industrial es por lo menos un 70% más volátil que el Empleo no Agrario.
- 2) La duración de la contracción es visiblemente más corta en el Empleo no Agrario que en la Producción Industrial, ésta última presenta una caída con una duración en este ciclo de 18 meses, mientras que el Empleo no Agrario presenta una caída de solamente 13 meses.
- 3) La caída de la Producción Industrial es mucho más profunda que la del Empleo no Agrario.

¹⁹ Kaza, Greg, *Recent Financial History and the Austrian School insight into cyclical fluctuations in U.S. Industrial Production and Nonfarm Payroll Employment*, Ninth Annual Austrian Scholars Conference, Auburn University, marzo 2003.

²⁰ El índice de Producción Industrial mide el total producido por las factorías, minas y empresas. El empleo no agrícola mide el número total de empleados en establecimientos no agrícolas. Ambas herramientas y otras más son utilizadas por el National Bureau of Economic Research en Estados Unidos para medir en este caso los cuatro ciclos económicos sucedidos desde 1977 al 2002.

- *Gráfico 18 Variación Porcentual de la Producción Industrial y del Empleo No Agrícola Enero 1998-Enero 2003*



Aunque ambos son indicadores coincidentales, sus comportamientos son divergentes y no simultáneos. El autor utilizó estos datos para verificar si separando los bienes durables de los no durables por el lado de la producción y de la producción de bienes y servicios del lado del empleo las conclusiones apuntan hacia las ideas austríacas del ciclo industrial.

Para ello Kaza escoge el periodo 1977-2003 teniendo en cuenta los ciclos y contracciones reportados por el National Bureau of Economic Research y los resultados son:

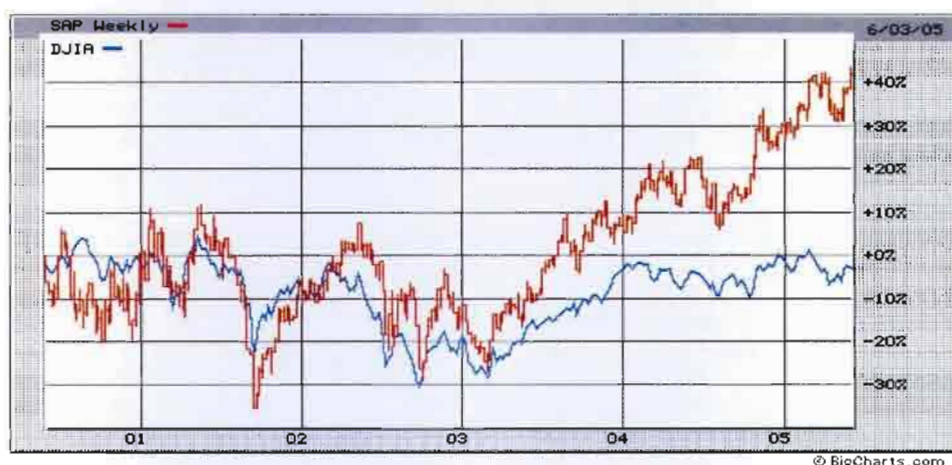
PRODUCCION INDUSTRIAL	Meses entre el pico y el cambio de tendencia promedio
Indice de Contracción Industrial Total	14.25
Bienes finales durables	19
Bienes finales no durables	9.5

EMPLEO REMUNERADO NO AGRÍCOLA	Meses entre el pico y el cambio de tendencia promedio
Empleo Total no Agrícola	13.3
Empleo no Agrícola en la producción de bienes	27
Empleo no Agrícola en la producción de servicios	6

Tanto los Bienes finales no durables como el empleo no agrícola en la producción de servicios son rubros que están más próximos al consumidor que los bienes finales durables y la producción de bienes reales. Esto corroboraría que aquellas industrias cercanas al consumidor tienen menor sensibilidad a los cambios en los ciclos económicos.

Para ahondar un poco más en esta conclusión veamos que sucede con el comportamiento de algunas industrias que cumplen con las características que indica el estudio según el índice Dow Jones Industrial Average.

- *Gráfico 19 Variación Dow Jones Industrial Average (DJIA) vs. Apparel Retailers index SAP (servicios) Marzo 2001- Mayo 2005*



- Dow Jones Industrial Average
- Apparel Retailers Index (SAP)

- *Gráfico 20 Variación Dow Jones Industrial Average DJIA vs Industria Tabacalera TOB (bienes) Marzo 2001- Mayo 2005*



-----Dow Jones Industrial Average

-----Industria Tabacalera (TOB)

Como se puede ver en el caso de la industria que presta servicios (gráfico 19 apparel retailers) sus movimientos son mucho más discretos y sigue a las variaciones del Dow Jones que aquella que produce bienes reales (gráfico 20). Por otra parte la industria tabacalera se manifiesta de manera más volátil con ciclos más definidos y de larga duración comparado la industria de apparel retailers.

En este capítulo se pretendió encontrar un denominador común entre los positivistas y los praxeólogos para aplicarlo a la realidad del análisis del ciclo económico. Desde el punto de vista positivista se empezó por analizar dos variables muy utilizadas para el estudio estadístico de las fluctuaciones como lo son la producción industrial y el empleo no agrícola.

A partir de esta división y utilizando el trabajo del Dr, Greg Kaza se pudo poner de manifiesto que las industrias que están más cerca del consumidor final son menos sensibles a los vaivenes económicos que aquellas que se dedican a producir bienes sobretodo durables. El siguiente paso será analizar el comportamiento de tres empresas pertenecientes a estos tres sectores para ver como han reaccionado en los momentos críticos reportados por el NBER según la cercanía con el consumidor final.

CAPITULO 3 LAS FLUCTUACIONES ECONÓMICAS Y EL DESEMPEÑO EMPRESARIAL

Según se ha visto, los movimientos fluctuantes de las variables económicas generan expectativas sobre todos los sectores que toman decisiones sobre la economía. Estos sectores adoptan posiciones defensivas u ofensivas de acuerdo a lo que cada individuo, empresa o sector considera que puede ocurrir en el futuro y a partir de ello se establecen tácticas de funcionamiento que pueden generar una tendencia común generalizada o no. A continuación se analizará el comportamiento de las empresas según la realidad económica que tienen que vivir y la manera como se desenvuelven en ella.

Muchos modelos económicos consideran como supuesto que los agentes económicos reaccionan siempre con expectativas racionales que les permite dilucidar entre riesgo y rentabilidad con base en el supuesto mucho más agresivo que todos los individuos tienen la misma información al mismo tiempo sin costo alguno. Sin embargo, los parámetros de decisión son mucho más complejos porque existe en realidad asimetría en todos los sentidos, desde la información hasta la estructura íntima de cada empresa. Por lo tanto lo que puede ser favorable para una puede que no lo sea tanto para la otra en el mismo momento del tiempo.

Las empresas recurren principalmente a herramientas estadísticas que durante años son recopiladas por los interesados en el tema y que luego les sirven para hacer sus proyecciones y desarrollar un flujo de fondos que permita estimar el valor de la empresa y su situación dentro del sector. En términos generales el flujo de fondos tiene en cuenta tres factores principales: la sensibilidad de las ventas, el apalancamiento operativo y el apalancamiento financiero. El comportamiento de dichas variables estará fuertemente relacionado con su programa de costos tanto de capital como de producción y con las oportunidades de inversión disponibles. En general, empresas como supermercados o empresas privadas de servicios médicos dependen fuertemente del comportamiento de los consumidores, mucho más que otras como los productores de bienes de capital que se relacionan más con expectativas a largo plazo de la economía, las nuevas tecnologías

$$P_0 = \sum_{t=1}^H \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_H}{(1+r)^H}$$

- DIV: Dividendos.
- P_H : Precio previsto para el año H.
- H y t: Horizonte de estimación.
- r: Tasa de capitalización del mercado o costo de oportunidad del capital.

El precio de las acciones debe tener implícito la valoración del negocio como centro neurálgico de las expectativas de los inversionistas, ya que por un lado reflejan la remuneración que reciben sus propietarios producida por los dividendos y por las pérdidas o ganancias del capital²⁷ y por el otro, refleja el riesgo de su operación desde el punto de vista tanto de sus activos reales como de su apalancamiento financiero. Cuando un inversionista decide comprar acciones de una empresa se encuentra enfrentado a dos riesgos principales, el del mercado atado a las oportunidades de inversión de la empresa, del sector al que pertenece y su facilidad de adaptación y el financiero relacionado con la amplitud de la emisión de deuda para financiar sus inversiones reales. Es por esto que en definitiva el inversionista toma como referencia al mercado ya que "en cada momento todos los títulos de riesgo similar estarán valorados de modo que ofrezcan la misma rentabilidad esperada"²⁸.

• El Costo del capital, betas de los activos y los movimientos cíclicos

El cálculo de los dividendos refleja implícitamente el flujo de fondos que la empresa genera y habilita para ser repartida entre sus accionistas, sin embargo es el costo del capital el que determina las decisiones sobre el futuro de la empresa y no el rendimiento de sus acciones ordinarias. Es entonces el costo de capital una media ponderada de las rentabilidades que los inversores esperan de varios títulos de deuda y de capital propio emitidos por la empresa y que está relacionado directamente con la beta de su activo²⁹ más que con sus acciones. Sin embargo cuando una empresa cambia su estructura de apalancamiento por ejemplo, el riesgo y la rentabilidad esperadas cambian, pero la beta del activo y el costo de capital se mantienen estables dado que ambos están determinados por variables externas como el sector al que pertenece la empresa o las circunstancias adversas que pueda tener como clima, economía, expectativas etc..

²⁷ Cuya referencia está dada por su costo de oportunidad aplicado al presupuesto del capital

²⁸ Ibidem, página 43

²⁹ Como media ponderada de las betas de varios títulos.

¿Qué tiene que ver esto con el análisis del ciclo? Pues bien los movimientos cíclicos impactan de diferente manera en cada empresa. La intensidad de la relación entre sus beneficios y los beneficios agregados de todos los activos reales³⁰, se ve modificada dado que en empresas correlacionadas fuertemente con el estado de la economía o de la industria (cuyos ingresos y beneficios están atados al estado general de las cosas) tienden a tener betas altos y deben tener un costo de capital que refleje apropiadamente dicha volatilidad en términos de riesgo.

Sin embargo la relación es recíproca, pues si bien una empresa depende de variables "impuestas" por la realidad económica, ella misma y sus competidores pueden generar cambios importantes en el estado general de su industria o de la economía en general. La inversión en investigación y desarrollo ha sido una palanca fundamental para la interrelación de diferentes empresas de diferentes industrias en diferentes países. Por lo tanto la suma de toda la fuerza "empresarial innovadora" convierte a economías que en otras décadas estaban devastadas por la guerra o por su situación de pobreza extrema en líderes mundiales en innovación como Japón o India.

En este capítulo se expuso que el objetivo primordial de cada empresa es maximizar su valor presente usando variables que describan su riesgo como lo son la variabilidad de las ventas, la relación capital fijo/variable y el apalancamiento financiero. Se dijo además que el precio de las acciones de una empresa tiene implícita la valoración de un negocio que es arbitrado por el mismo mercado de valores pero que es el costo de capital el que determina las decisiones de inversión ya que tiene implícito tanto el riesgo propio de la empresa como el riesgo ajeno dado por ejemplo por las características del sector al que pertenece o la economía en la que desarrolla su actividad.

Hasta aquí se han expuesto los conceptos fundamentales para el desarrollo de este trabajo. A continuación se evaluarán algunos de estos conceptos en términos empresariales aplicados a Colgate Palmolive, Black & Decker y Home Depot imitados básicamente por la disponibilidad de datos tanto a nivel industrial como empresarial.

³⁰ Medido por medio de la beta contable o por la beta del flujo de fondos.

CAPITULO 4

ANALISIS EMPIRICO

La intención principal del siguiente análisis empírico está explicado por la necesidad de integrar varias ideas expuestas anteriormente. En principio se plantearán los fundamentos teóricos a ser aplicados, luego los criterios de análisis y finalmente un estudio gráfico que ayudará a concluir el presente trabajo.

Fundamentos Teóricos y Estadísticos para el Análisis Empírico:

Del análisis macroeconómico se tomará en cuenta la idea que los mercados de productos, dinero y capitales están interrelacionados de manera tal que el movimiento natural o "artificial" de uno de ellos influye en los demás. Para esto se utilizarán como herramienta estadística los valores históricos del GDP, Tasa de interés de los Federal Funds y el Índice Dow Jones Industrial Average. Además se usarán de los indicadores económicos utilizados en Estados Unidos (líderes, coincidentales y rezagados) uno de cada categoría aplicado a cada una de las empresas y sus competidoras.

Del análisis industrial el criterio fundamental utilizado será el hecho que las industrias que están más cerca del consumidor final son las que tienen ciclos más cortos y menos profundos que aquellas que están más lejos de dicho consumidor. Por esto se utilizaran datos estadísticos de tres empresas que pertenecen a tres industrias diferentes.

Desde el punto de vista empresarial se tendrá en cuenta la correlación entre la situación económica reinante y el desempeño de la empresa utilizando como referencia, además de los indicadores económicos como el Dow Jones Industrial Average (líder), la variación porcentual de las ventas (coincidental) y la relación ventas/inventarios (rezagado), dos razones financieras como el nivel de endeudamiento y el cargo por intereses como porcentaje del total de la deuda aplicados todos ellos también a sus competidores más cercanos.

Con respecto a los datos estadísticos se usarán aquellos obtenidos de la economía de Estados Unidos, exaltando (y por falta de disponibilidad de información) el

comportamiento de las variables durante el último cambio en la tendencia económica registrado por el National Bureau of Economic Research en las tres categorías industriales:

Industria	Cambio de tendencia
Bienes Durables	Mayo 2000 – Octubre 2001
Bienes No durables	Diciembre 2000 – Diciembre 2001
Servicios	Agosto 2001 –Febrero 2002

Solamente para el análisis del comportamiento de las cotizaciones en bolsa se tendrá en cuenta además el cambio de tendencia registrado a comienzos de los años 90 así:

Industria	Cambio de tendencia
Bienes Durables	Enero 1989- Febrero 1991
Bienes No durables	Septiembre 1990 – Abril 1991
Servicios	Junio 1990 – Junio 1991

• **Criterios para la selección de las empresas y sus competidores**

Para la selección de las empresas se tuvo en cuenta que:

- a) todas las empresas cotizaran en la bolsa durante el mismo periodo.
- b) pertenecieran a tres grupos específicos de industrias: Productor de Bienes de Consumo Finales No Durables, Productor de Bienes Finales Durables y Servicios
- c) fueran representativas dentro del sector al que pertenecen.
- d) existieran datos históricos que mostraran su comportamiento por lo menos en 13 años³¹.
- e) sus betas reflejen alta, media y baja correlación con la situación económica.

Para la selección de los competidores se tuvo en cuenta que:

- a) Las empresa fueran competidores directos y no relacionados, por ejemplo en el caso de Home Depot se tuvo en cuenta aquellas que se dedicaban a la comercialización de productos para la construcción de manera masiva y no simplemente supermercados.

³¹ Para ello se utilizaron los SEC fillings formulario 10 K publicados en internet desde 1992 hasta 2004 de cada una de las empresas

b) Que existieran datos por lo menos durante 6 años del periodo analizado. Aquí se tuvo en cuenta que hay empresas que por problemas financieros y reestructuraciones durante varios años no reportaron sus balances ante el SEC. Esto no impide que hayan sido competidores directos sobre todo en los años críticos.

c) Que mostraran un capital de mercado similar a la empresa principal. Por ejemplo en el caso de Colgate se tuvo en cuenta aquellas que rondaban los 27,85 billones de dólares.

Las empresas competidoras de Colgate son: Revlon Consumer Products Corp., Lee Pharmaceuticals, Hellen Curtis Industries Inc, Stee Lauder Companies Inc., Elizabeth Arden Inc., Del Laboratories Inc., Avon Products Inc.

Las empresas competidoras de Black & Decker son: Stanley Works Inc, Chicago Rivet & Machine Co., SPX Corp., P&F Industries, Lincoln Electric Holdings Inc, Gidding & Lewis Inc.

Las empresas competidoras de Home Depot son: Lowes Companies Inc, Payless Cashways Inc, Wickes Inc, HomeBase Inc, Griffin Land & Nurseries Inc, Eagle Hardware & Garden Inc, Building Materials Holding Corp.

• Datos generales de cada empresa

1. COLGATE – PALMOLIVE: Fundada en 1806 es una compañía líder en la elaboración de bienes de consumo personales producidos y/o distribuidos en 200 países alrededor del mundo.

Sus ventas fueron durante el 2004 de aproximadamente 5.4 Billones³² divididos en dos grandes segmentos: Limpieza oral, personal y del hogar por un lado y nutrición de mascotas por el otro.

Respecto al segmento de limpieza es líder en la producción y distribución de productos como pasta dental, cepillos de dientes, jabones, desodorantes y lavavajillas. Las ventas de este segmento como porcentaje del total se reparten así: Limpieza Oral 35%, limpieza personal 23% y limpieza del hogar 28%.

³² Billones en términos americanos corresponden a miles de millones

En el segmento de mascotas solamente se dedica a producir alimento balanceado para perros y gatos y sus ventas llegan al 14 % del total.

Para alcanzar sus objetivos financieros la compañía se centra en el estudio permanente de los consumidores y posibles compradores para desarrollar nuevos productos que tengan que ver, en principio, con necesidades específicas de cada región y que luego puedan ser implementado a nivel global.

Las inversiones necesarias para apoyar el crecimiento son desarrolladas a partir de las iniciativas corporativas de reducir los costos y aumentar al máximo la utilización de los activos priorizando aquellas inversiones en los productos que le generan mayor margen.

Para finales de 2004 la cantidad aproximada de empleados era de 36.000 de los cuales el 83% se encuentra fuera de Estados Unidos.

Perfil económico financiero de la empresa

Industria	Producción de Bienes de consumo no durables
Sector	Productos Personales
Capital de mercado	27,85 billones
Utilidades 2004	11,35%
Utilidad Operativa 2004	19,75%
Price Earning Ratio	24,01
Beta	0.16
Beta Promedio de las empresas competidoras con capital de mercado similar	0.678
Participación en el capital de mercado total de la industria	23%

2. BLACK & DECKER Fundada en 1910 se dedica a producir y promocionar herramientas eléctricas y accesorios, hardware y productos para refaccionar el hogar en más de 100 países con plantas de producción en 29 empleando a 18.000 personas.

Su principal fortaleza la exaltación de la reputación de sus productos, focalizándose en la innovación, la calidad, las necesidades de los consumidores, el diseño y el valor agregado. Sus marcas son reconocidas a nivel mundial por la continua presentación de nuevos productos y por su soporte técnico.

Para 2004 registró unas ventas de 5,4 billones divididas en los tres segmentos de su negocio así:

- a) El 71% para herramientas eléctricas y accesorios que incluyen herramientas manuales, para casa y jardín, limpieza, iluminación, equipo industrial, etc. Con ventas de 3.6 billones.
- b) El 18% para hardware y refacciones del hogar dentro de los cuales están sistemas de seguridad, de decoración y productos para plomería.
- c) El 11% para el segmento de sistemas de ensamblaje y agilización (fastening) dirigido hacia empresas de automóviles e industriales.

Perfil económico financiero de la empresa

Industria	Producción de Bienes Industriales
Sector	Pequeñas Herramientas y accesorios
Capital de mercado	6,69 billones
Utilidades 2004	8,84%
Utilidad Operativa 2004	11,89%
Price Earning Ratio	12,49
Beta	1,011
Beta Promedio de las empresas competidoras con capital de mercado similar	0,7468
Participación en el capital de mercado total de la industria	37%

3. HOME DEPOT: Fundada en 1978 es la compañía más grande del mundo y la segunda más grande de Estados Unidos en la distribución de elementos para la refacción del hogar. Para finales de 2004 tenía 1898 locales divididos en sus dos principales marcas: Home Depot dedicada a la venta de materiales de construcción, refacción del hogar y jardín y la prestación de servicios y b) Expo Design Centers vende productos y servicios principalmente de decoración y proyectos de remodelación pero no vende materiales de construcción.

Con ventas para el 2004 de 73,1 billones. Su estrategia operativa está dedicada a ofrecer productos de alta calidad y servicios a precios competitivos usando personal capacitado para el asesoramiento acompañado de un fuerte mercadeo y facilidades crediticias. La atención al cliente está dirigido a tres tipos de compradores: Los que compran e instalan por sí mismos, los que compran pero recurren al servicio de instalación del local y los clientes profesionales.

Perfil económico financiero de la empresa

Industria	Servicios
Sector	Supermercados especializados en refacciones del hogar
Capital de mercado	85,40 billones
Utilidades 2004	6,99%
Utilidad Operativa 2004	11,28%
Price Earning Ratio	16,19
Beta	1,277
Beta Promedio de las empresas competidoras con capital de mercado similar	0,738
Participación en el capital de mercado total de la industria	63%

Análisis Gráfico

Para el análisis gráfico se utilizarán indicadores de desempeño económico como son la variación porcentual de las cotizaciones bursátiles (líder), variación porcentual de las ventas (coincidental) y relación ventas inventarios (rezagado) los cuales a su vez sirven como herramienta de análisis del desempeño empresarial.

Como complemento se agregarán dos razones financieras más: nivel de endeudamiento y cargos por intereses como porcentaje del total de la deuda. El fin es estudiar cada empresa tomando como referencia los tres mercados fundamentales: capitales, productos y dinero además de utilizar herramientas generalmente conocidas como lo son las razones financieras.

• Variación Porcentual Cotización Bursátil

Como indicador líder los precios de las acciones podrían anticiparse a la situación económica siempre y cuando se cumpla con la hipótesis de la eficiencia del mercado. En este caso se utilizaron las variaciones porcentuales de las respectivas empresas respecto al índice Dow Jones para ver cómo se comportaba cada una respecto al total de la industria. Las fechas principales a estudiar son aquellas en las cuales el National Bureau of Economic Research identificó los cambios en las tendencias de la producción industrial y del empleo no agrario. Al no tener series de datos iguales entre las empresas se tomarán solamente los periodos enero 1989- septiembre 1992 y marzo 2000 – diciembre 2001.

- *Gráfico 21 Variación Porcentual de las cotizaciones de Colgate (CL), Black & Decker (B D K) y Dow Jones Industrial Average (D J I)*



El National Bureau of Economic Research reportó para la industria que produce bienes durables un lapso entre enero de 1989 (pico) y febrero de 1991 (final de la caída) (25 meses) que corresponde con la caída de la cotización de Black & Decker si bien el pico estuvo cercano a la mitad del año 89 más que a sus comienzos. Respecto a la industria de bienes no durables el ciclo está entre septiembre de 1990 y abril de 1991 y a simple vista se ve que Colgate no fue afectada por la situación, de hecho el Dow Jones reporta una baja importante recién hacia mediados de 1990 finalizando casi al comenzar 1991.

Durante el siguiente ciclo se reportó para la industria de bienes durables un lapso entre mayo de 2000 (pico) y octubre de 2001 (final de la caída) (16 meses). Durante este periodo Black & Decker tuvo altas y bajas importantes pero más allá de esta situación lo primordial es notar que su pico más alto estuvo situado mucho antes de mayo de 2000 (hacia mediados de 1998) y el final de la caída o su punto más bajo justamente en esta última fecha (24 meses) varios meses más que los reportados por el NBER. Por otra parte tanto para Colgate (cuyo rango es diciembre 2000 – diciembre 2001) como para el Dow Jones no se reportaron cambios importantes.

Comparando el comportamiento de ambas empresas se puede decir que a Black & Decker le cuesta más independizarse del ritmo de la industria. Esto quiere decir que esta empresa se ajusta a las expectativas generadas por el mercado mucho más que en el caso de Colgate quien prácticamente durante los últimos 12 años tiene un comportamiento independiente y variaciones en los precios de su cotización netamente mayores al del índice industrial. Ambas empresas siguen las tendencias pero es Black & Decker quien registra mayor volatilidad y dependencia de la situación económica claramente reflejado en su beta.

- *Gráfico 22 Variación Porcentual de las cotizaciones de Colgate (CL), Home Depot (HD) y Dow Jones Industrial Average (DJI)*



Estudiando ahora el caso de la empresa Home Depot el primer periodo importante fue junio de 1990 a mayo de 1991. Para mediados de junio Home Depot tuvo un importante pico en su cotización que fue rápidamente decayendo hacia finales de ese mismo año que coincide con una baja en el Dow Jones. Colgate y el Dow Jones también experimentaron este tipo de variación pero de manera más marginal.

Durante el segundo periodo registrado por el NBER (agosto de 2001 a febrero 2002) la cotización de Home Depot continua una caída que se inició a comienzos de 2000 encontrando su punto más bajo hacia comienzos de 2003 que corresponde con una baja del Dow Jones. Esto refleja una gran sensibilidad de Home Depot ante las expectativas del mercado que no se ven reflejadas en empresas como Colgate quien no refleja ningún cambio prácticamente desde comienzos del 2000.

En términos generales Home Depot es una empresa mucho más volátil que Colgate e incluso que el mismo índice Dow Jones, ya que refleja la tendencia de este último de manera ampliada tanto en las subidas como en las bajadas sin embargo hace más de 12 años que no se encuentra por debajo del Dow Jones manteniendo un crecimiento volátil pero constante a lo largo del tiempo.

- *Gráfico 23 Variación Porcentual de las cotizaciones de Black & Decker (BDK), Home Depot (HD) y Dow Jones Industrial Average (DJI)*



Finalmente a manera de comparación es interesante notar la diferencia de volatilidad y rendimiento de Home Depot y Black & Decker. Al estar más cerca del consumidor final es Home Depot es la que mayor vulnerabilidad tiene ante el comportamiento industrial en el corto plazo. Comparada con Black & Decker sus fluctuaciones son enormes. Esta última tiene variaciones casi marginales si son comparadas con las otras dos empresas y

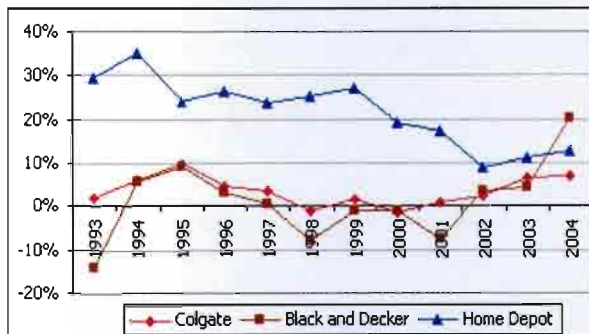
se ve claramente, como se expuso en el capítulo anterior, que la duración de su ciclo es mucho más largo en comparación con las otras dos empresas.

- **Variación Porcentual de las Ventas**

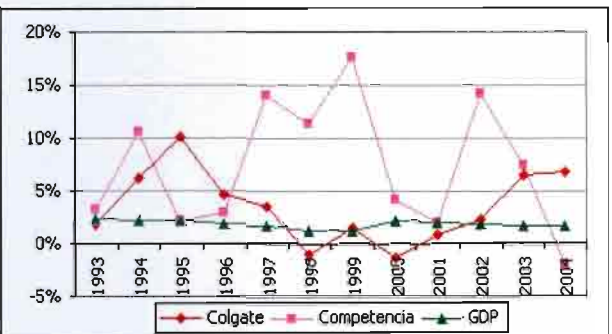
Cuando se hace una estimación a cerca de la manera como se van a proyectar las ventas de una empresa, la primera herramienta utilizada es la proyección de la industria a la que pertenece y en términos más generales al GDP. Teniendo en cuenta que el desempeño de las ventas es un indicador coincidental se podrá ver si el comportamiento de las empresas corresponde con las empresas competidoras y si existe alguna relación con el GDP.

Los siguientes gráficos muestran la variación porcentual de las ventas de cada una de las empresas comparado con la variación porcentual de las ventas de sus competidores y del GDP desde 1992 hasta 2004.

- *Gráfico 24 Variación Porcentual de las Ventas de Colgate, Black & Decker y Home Depot 1993-2004*

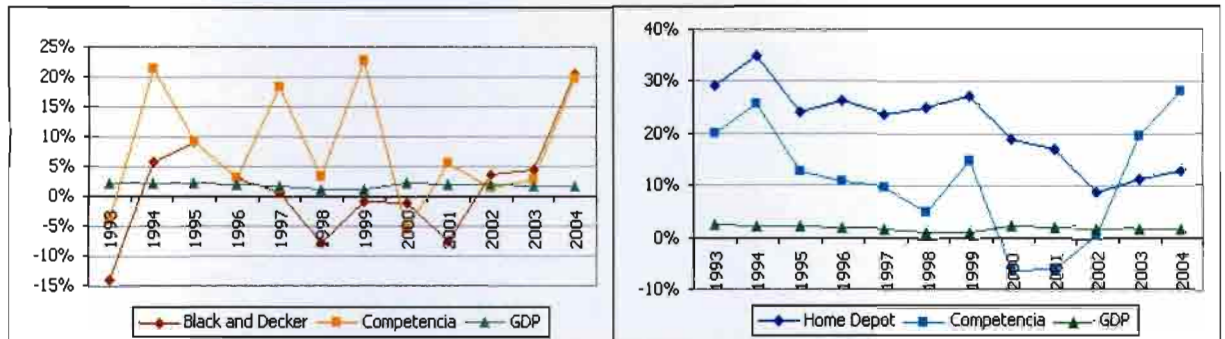


- *Gráfico 25 Variación Porcentual de las Ventas de Colgate, su competencia y Gross Domestic Product (GDP) 1992 – 2004*



• Gráfico 26 Variación Porcentual de las Ventas de Black & Decker, su competencia y Gross Domestic Product (GDP) 1992 – 2004

• Gráfico 27 Variación Porcentual de las Ventas de Home Depot, su competencia y Gross Domestic Product (GDP) 1992– 2004



Según el gráfico 24 la empresa que mayor crecimiento porcentual de sus ventas tiene durante el periodo analizado es Home Depot aún en los años de crisis (Agosto 2001 - Febrero 2002)). Respecto a sus sector (gráfico 27) muestra un vínculo importante en cuanto a la tendencia a lo largo de los 13 años analizados.

Por su parte Colgate (gráfico 25) presenta variaciones porcentuales que en términos generales no pasan el 10% y viene de en recuperación continua desde lo reportado en 2000. El comportamiento de sus ventas muestra ciclos más amplios que los reportados por el sector de bienes no durables puesto que el mayor pico se muestra hacia 1995 y aún hasta 2004 la variación porcentual de sus ventas no ha recuperado este nivel. Su punto más bajo está entre los años 1998 y 2000 y desde ese momento muestra una tendencia positiva. Sus competidores tienen movimientos mucho más profundos y se comportan de acuerdo a lo reportado por el NBER entre diciembre de 2000 y diciembre de 2001.

Black & Decker (gráfico 26) muestra poca relación con su sector pero refleja el cambio de tendencia reportado por el NBER entre mayo de 2000 y octubre de 2001.

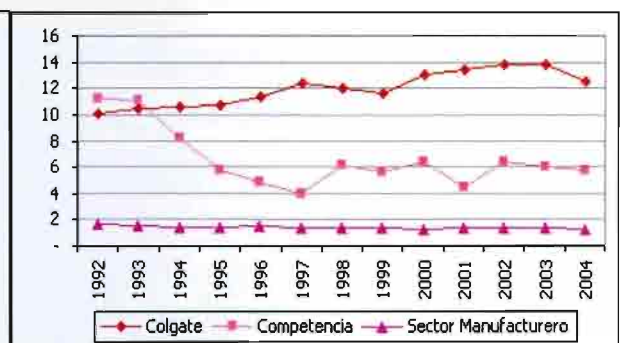
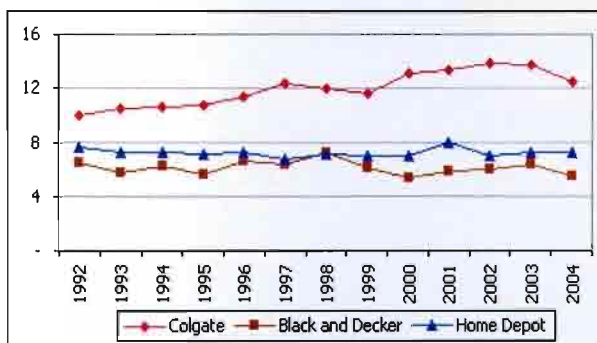
Si tenemos en cuenta el análisis de la proximidad al consumidor final, Home Depot es la que más cerca está del consumidor seguida de Colgate y Black & Decker, sin embargo es la única de las tres que logró crecimientos de sus ventas durante los años de poco crecimiento económico e incluso caídas en su sector.

- **Ventas/Inventarios**

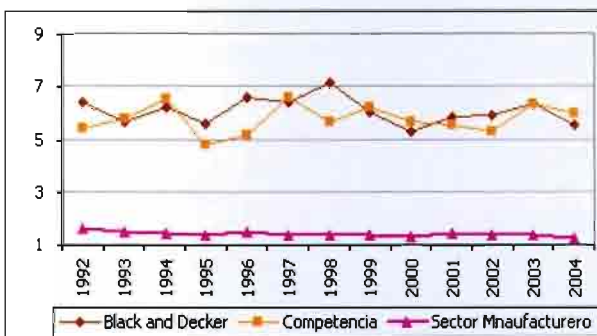
Como el ratio Ventas/Inventarios es un indicador rezagado vamos a ver si las empresas y/o sus competidores también se reportaron rezagadas durante los años analizados. Se tuvo en cuenta además el ratio para el total del sector manufacturero y ventas al por menor simplemente para dar un parámetro del comportamiento de la economía general en este aspecto.

Una vez más lo importante no es evaluar o comparar el nivel de inventarios de cada una de las empresas sino su relación con su entorno.

- *Gráfico 28 Relación Ventas / Inventarios de Colgate, Black & Decker y Home Depot 1992-2004*
- *Gráfico 29 Relación Ventas / Inventarios de Colgate, su competencia y Sector Manufacturero 1992 - 2004*



- *Gráfico 30 Relación Ventas / Inventarios de Black & Decker, su competencia y Sector Manufacturero 1992-2004*
- *Gráfico 31 Relación Ventas / Inventarios de Home Depot, su competencia y Sector Ventas al por Menor 1992 - 2004*



Según el gráfico 28 es evidente que la empresa que más ventas en relación con sus inventarios tiene es Colgate sin embargo en este punto no tiene relación alguna con el

comportamiento de sus competidores (gráfico 29) lo cual indica que la empresa no tiene un inventario excesivo en comparación con su competencia quienes visiblemente mantienen más inventarios respecto a las ventas que realizan.

Home Depot (gráfico 31) es la empresa que le sigue y al igual que Colgate tiene poca relación con sus competidoras. Es Black & Decker (gráfico 30) la que tiene mayores cantidades de inventarios respecto a sus ventas y su comportamiento es similar a su competencia.

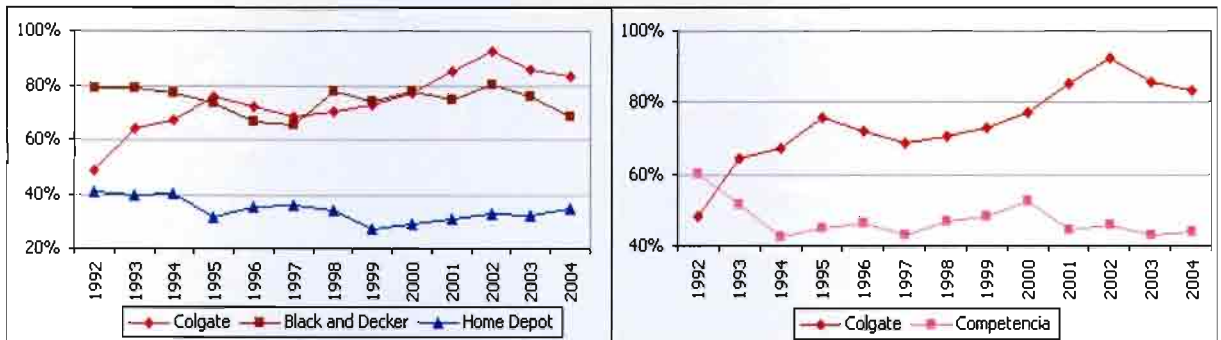
Tendiendo en cuenta la vulnerabilidad de Home Depot por ser una empresa de servicios que depende más de la demanda presente es de notar que mantiene una tasa de ventas en relación con sus inventarios prácticamente inamovible lo cual significa que no importa cual sea el desempeño de la demanda el stock disponible se adapta a las necesidades del momento, lo cual es una característica propia de este tipo de empresas. Por el contrario empresas que producen bienes durables la proyección de ventas es mucho más elaborada y compleja y por ello es posible que tanto Black & Decker como su competencia tiendan a ser moderados en cuanto a sus inventarios. El caso de Colgate es interesante ya que se encuentra con una demanda de bienes indispensables, que al igual que Home Depot es vulnerable a la situación económica que la rodea pero al contrario de su competencia ha sabido manejar sus inventarios tal vez debido a la gran diversidad de productos que elabora.

Respecto a los periodos reportados por el NBER ninguna de las empresas reportó movimientos importantes durante este tiempo. Tampoco existe relación alguna respecto al total del sector manufacturero o de ventas al por menor.

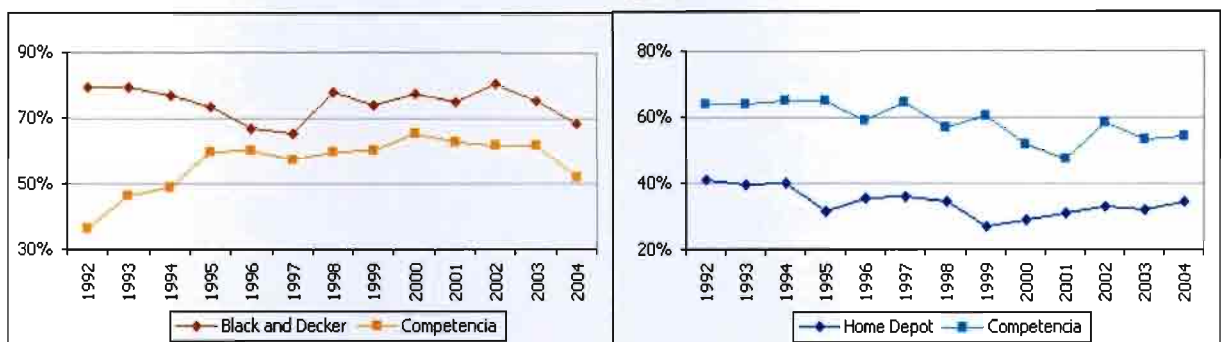
- **Nivel de Endeudamiento**

El nivel de endeudamiento fue calculado como la relación entre el total de los pasivos (menos los impuestos diferidos) y el total de los activos. Con esta relación se busca establecer cual es la relación entre el nivel de riesgo de cada empresa y su endeudamiento teniendo en cuenta por su puesto a sus competidores.

- *Gráfico 32 Razón de Endeudamiento de Colgate, Black & Decker y Home Depot 1992-2004*
- *Gráfico 33 Razón de Endeudamiento de Colgate, su competencia 1992 – 2004*



- *Gráfico 34 Razón de Endeudamiento de Black & Decker y su competencia 1992-2004*
- *Gráfico 35 Razón de Endeudamiento de Home Depot y su competencia 1992 – 2004*



Es evidente que las empresas con porcentajes de endeudamiento más altos son (según el gráfico 32) Colgate y Black & Decker quienes presentan ratios netamente superiores a Home Depot. Incluso ambas empresas muestran un nivel de endeudamiento mayor al de sus competidores (gráficos 33 y 34). Home Depot (gráfico 35) por el contrario muestra niveles de endeudamiento no sólo menores a los de las demás empresas sino también a su competencia.

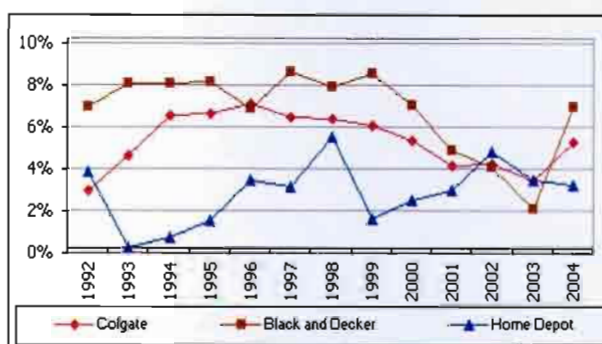
Teniendo en cuenta las betas de las empresas tal vez el hecho de tener un menor beta haga que Colgate pueda mantener un endeudamiento tan alto hecho que corresponde con aquella que tiene el beta mas alto (Home Depot) y el correspondiente ratio mas bajo.

En este caso la empresa que está más cerca del consumidor final es la que menos se arriesga.

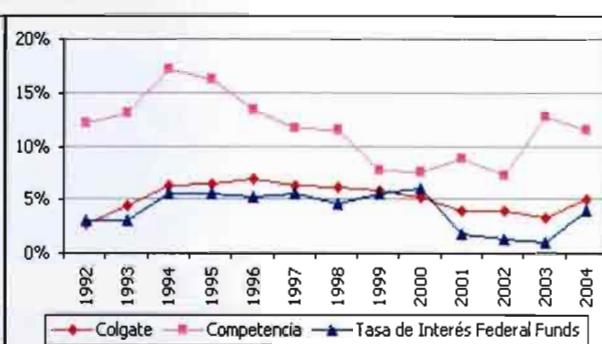
- **Cargos por Intereses como porcentaje del total de la deuda**

Continuando con el tema del endeudamiento, si se hace el estudio desde el punto de vista de los intereses pagados como porcentaje de del total de la deuda en principio todas muestran una relación considerablemente menor a sus respectivas competencias.

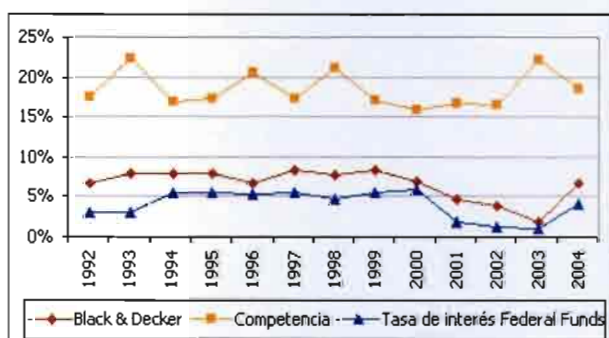
- *Gráfico 36 Relación entre el cargo por intereses y el total de la deuda Colgate, Black & Decker y Home Depot 1992-2004*



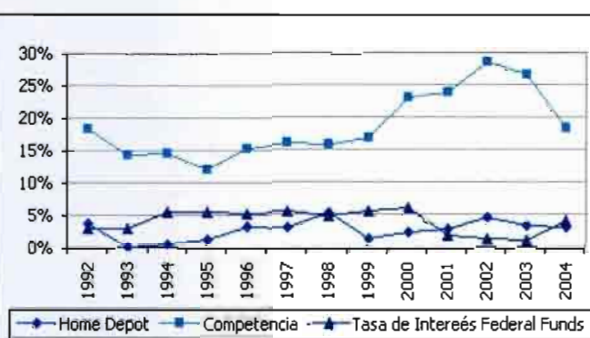
- *Gráfico 37 Relación entre el cargo por intereses y el total de la deuda Colgate, su competencia y la tasa de interés de los Federal Funds 1992 – 2004*



- *Gráfico 38 Relación entre el cargo por intereses y el total de la deuda Black & Decker, su competencia y la tasa de interés de los Federal Funds 1992-2004*



- *Gráfico 39 Relación entre el cargo por intereses y el total de la deuda de Home Depot, su competencia y la tasa de interés de los Federal Funds 1992 – 2004*



Según el gráfico 36 la empresa que más intereses paga es Black & Decker seguida por Colgate y Home Depot, esto puede mostrar que a pesar de que el nivel de endeudamiento en Colgate es muy parecido al de Black & Decker aquella ha logrado un mejor manejo financiero. Respecto a Home Depot (gráfico 39) los cargos por intereses son realmente bajos y más si se los compara con sus competidores. Incluso ha tenido en

promedio de los últimos 13 años pagos menores (porcentualmente hablando) al los de la tasa de interés de los federal funds. Con esto se termina de corroborar que lleva una política financiera muy moderada.

Durante los años en que la tasa de interés ha sido más alta (1998-2001) tanto Colgate como Black & Decker (gráficos 37 y 38) han mostrado reducciones en los cargos por intereses, sin embargo el nivel de endeudamiento es mayor durante estos años en ambas empresas. Cuando la tasa tiene una severa reducción también se reducen los cargos y como es de esperarse el endeudamiento aumentó. En este caso sí hay una fuerte relación entre la reducción de la tasa de interés y el nivel de endeudamiento. Home Depot es un caso separado ya que no muestra una relación fuerte entre el comportamiento de la tasa y sus cargos por intereses o endeudamiento. Los competidores tampoco muestran relaciones fuertes que sean concluyentes (gráfico 39).

Hasta aquí se han puesto de manifiesto varias posiciones respecto al estudio del ciclo económico, sus consecuencias en los diferentes mercados, en diferentes niveles de análisis y con gran variedad de datos estadísticos. A continuación se mostrarán las conclusiones de este trabajo que permitirán ver de manera resumida los diferentes puntos de vista analizados.

CONCLUSIONES

El presente trabajo tuvo como objetivo principal analizar los diferentes puntos de vista respecto a la relación entre el ciclo económico, el desempeño industrial y empresarial.

Con base en fundamentos teóricos, se comenzó por analizar las relaciones entre los tres mercados principales (de productos, de dinero y de valores) con el objetivo de ver qué clase de vínculos tienen entre sí y si sus efectos son anticipados, coincidentales o rezagados. Las evidencias estadísticas muestran que:

- a) El GDP y el mercado de capitales tienen una altísima correlación y en algunos casos cumple con su característica de anticipación del ciclo.
- b) El GDP y la tasa de interés tienen una bajísima correlación. Las variaciones porcentuales en la tasa de interés no se ven reflejadas en una variación en el mercado de productos.
- c) El mercado de capitales y la tasa de interés tienen una relación mixta influenciada principalmente por expectativas que sobrepasan el nivel monetario como la productividad y las expectativas de los consumidores.

De manera complementaria se estudiaron dos puntos diferentes en el análisis del ciclo (los praxeólogos y los positivistas) cuyas conclusiones fueron plasmadas en forma real en la economía norteamericana desde 1965 hasta 2003. Los resultados estadísticos muestran que la intervención gubernamental en EE.UU. en diferentes aspectos de la economía ha generado graves consecuencias que no han permitido un ajuste estructural que genere la optimización del aparato productivo. Los vaivenes en las políticas macroeconómicas en vez de favorecer la interacción oferta-demanda han entorpecido hasta los más profundos niveles de productividad empresarial.

En referencia al "control" que buscan obtener las autoridades sobre el ciclo económico ha mostrado suficientes evidencias empíricas en cuanto a la influencia negativa de las intervenciones tanto fiscales como monetarias para el manejo de las variables que lo generan. Desde el punto de vista del mercado de productos las diferentes políticas han encaminado a la economía a ajustes estructurales insuficientes que impidieron que el

sector productivo destinara sus recursos hacia líneas de producción competitivas no sólo a nivel relativo sino también a nivel real. La escasez de capitales tanto privados como públicos durante los años más críticos debió haber sido aprovechada para la reasignación de recursos como lo sugirieron Garrison y Hayek y no perpetuar la subsistencia de un aparato productivo incompetente.

Tal como está implementada la estructura productiva norteamericana el gran porcentaje de capital fijo invertido ha hecho que la flexibilidad de las líneas de producción sea su principal punto débil como le puede suceder a cualquier empresa a nivel microeconómico. Las inversiones en tecnología y desarrollo se vieron mermadas durante los años más arduos de la crisis y cuando finalmente existieron señales claras de estabilización los resultados en este campo estimularon la recuperación económica como una burbuja económica que finalmente se desinfló cuando las expectativas superaron la verdadera interacción de oferta y demanda a comienzos del presente siglo.

Para el estudio industrial y empresarial se dividió el análisis en tres grandes sectores (productores finales de bienes durables, productores finales de bienes no durables y prestadores de servicios) utilizado por el Dr. Kaza para discriminar el impacto y duración de los ciclos económicos lo que ha permitido establecer las diferencias en las reacciones industriales de acuerdo con su proximidad al consumidor final. A nivel industrial se pudo comprobar que tal como lo habían anticipado algunos praxeólogos las empresas que están más cerca del consumidor final tienden a tener ciclos mucho más cortos y menos profundos que aquellas que están más alejados.

En el caso empresarial se tuvo en cuenta tres tipos diferentes de empresas que también de acuerdo con su proximidad al consumidor final, cumplían con ciertas características que llevaron a las siguientes conclusiones por empresa y mercado:

a) Mercado de Valores:

Durante los dos periodos analizados tanto Black & Decker como Home Depot mostraron una relación importante con relación al índice Dow Jones pero fue Black & Decker la que además de mostrar anticipación reportó una caída con mayor duración (24 meses). Colgate por su parte en ninguno de los dos periodos se vio afectado por los movimientos bursátiles.

b) Porcentaje de variación de las ventas

La empresa que reportó mejores variaciones porcentuales en sus ventas fue Home Depot incluso por encima de sus competidores en la mayoría de los años. Colgate por su parte mostró una mayor amplitud en el tiempo de recuperación de sus ventas a pesar que su competencia a mediados de los años 90 tuvo grandes variaciones. Finalmente Black & Decker mantuvo variaciones porcentuales negativas durante gran parte del periodo analizado y no mostró gran vínculo con su competencia. En este caso la empresa que más lejos está del consumidor final es la que tiene el peor indicador sobretodo durante el periodo reportado por el NBER tal como lo supone la teoría.

c) Relación ventas/inventarios

Colgate es la empresa que menor maneja sus inventarios respecto a sus ventas, seguida por Home Depot y Black & Decker. Las relaciones con la competencia indica que es Colgate la que mejor se comporta y la que más se ajusta al promedio de su competencia es Black & Decker, situación que es esperada dadas las características de este tipo de empresas.

d) Nivel de endeudamiento

La empresa que reporta menor nivel de endeudamiento es Home Depot incluso que su competencia, la sigue Black & Decker quien mantiene durante los últimos 10 años la tendencia de su competencia. Colgate por su parte presenta niveles altísimos de endeudamiento muy por encima de su competencia. En este caso se evidencia que la empresa que reporta mayor riesgo (evaluado por la beta) es la que tiene políticas de endeudamiento prudentes

e) Cargos por intereses como porcentaje del total de la deuda

De las tres empresas la que menos intereses como porcentaje de la deuda paga es Home Depot seguida por Colgate y Black & Decker. Respecto a sus competidores Home Depot está muy por debajo del promedio mostrando una vez la prudencia de su política financiera. Black & Decker y Colgate mantienen la tendencia de su competencia pero no los valores que estas manejan.

Con respecto al comportamiento de la tasa de interés general Home Depot de nuevo muestra un mejor comportamiento incluso por debajo de dicha tasa. Colgate y Black & Decker se ajustan a la tasa del mercado a lo largo de los años analizados.

Con relación a la proximidad al consumidor final se puede decir que Home Depot es mucho más volátil en su comportamiento bursátil y de sus ventas que las otras dos empresas. Sin embargo Colgate, quien está un poco más alejado del consumidor final, prácticamente no tiene relación con los indicadores estudiados salvo por la tasa de interés. Black & Decker es la que más lejos está del consumidor final y muestra una relación con los indicadores estudiados acorde con su posición pues es muy vulnerable a los cambios en la economía con ciclos más largos reflejados en su comportamiento bursátil, más profundos reflejados en las variaciones porcentuales de sus ventas y en su comportamiento cauteloso respecto a su endeudamiento y pagos por intereses.

Como consecuencia de estos resultados se puede decir que además de la proximidad al consumidor final que determina una dependencia con el sector bajo el cual se desenvuelve, una empresa puede desempeñarse de manera autónoma de tal modo que el ciclo sea simplemente una variable a considerar más que una realidad que la limita a un comportamiento condicionado.

BIBLIOGRAFIA

1. *BRENNER, Robert, El Desarrollo Desigual y la Larga Fase Descendente: Las Economías Capitalistas Avanzadas, Desde el Boom al Estancamiento, 1950 - 1998, traducido y publicado por Revista Encuentro XXI! Del original en inglés, N°14, 1999.*
2. *HABERLER, Gottfried, Prosperidad y Depresión, Capítulo III, páginas 38 y 39, Ed. Fondo de Cultura Económica, 1945.*
3. *CURTIS Jean Phillipe y COPEL, Jonathan, Business Cycles Dynamics in OECD Countries: Evidence, Causes and Policy Implications, Reserve Bank of Australia Conference, Sydney, Australia, July 11-12 2005.*
4. *BARRO, Robert, Macroeconomía, Mc Graw Hill, 1997.*
5. *STRIGL, Curso Medio de Economía, México, Fondo de Cultura Económica, 1941*
6. *BREALEY & MYERS, Principios de Finanzas Corporativas, Quinta Edición, Ed. McGraw Hill, 1999*
7. *KRUGMAN, Paul, Economía Internacional, McGraw-HILL Tercera Edición, 1995.*
8. *ZVI, KANE, MARCUS, Investments, McGraw-Hill, Quinta Edición, 2002.*
9. *LUCAS, Robert, Studies in Business Cycles Theory, MIT Press, Octava Edición, 1994.*
10. *JORDAN, ROSS & WESTERFIELD, Fundamentos de Finanzas Corporativas, (2000)*
11. En www.mises.org :
 - ✓ The Austrian Theory of the Trade Cycle Compiled by Richard M. Ebeling.
 - ✓ KAZA, Greg, Recent Financial History And The Austrian School Insight Into Cyclical Fluctuations In U.S. Industrial Production And Nonfarm Payroll Employment, Ninth Annual Scholars Conference, Auburn University, March 2003.
12. *SCHUMPETER, Joseph, Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*
13. *COOLEY, Frontiers of Business Cycle Research, Princeton University Press, New Jersey, 1995.*
14. *WESTON & BRIGHAN, Manual de Administración Financiera, Tomo I, Capítulos 6 y 7, Editorial Interamérica, 1985*
15. *FEITO, José Luis, El pensamiento austriaco y sus implicancias de política económica, http://www.ileperu.org/contenido/Articulos/escuelaaustriaca_jlfeito.htm*

Datos estadísticos

1. Todos los datos sobre la economía norteamericana e índices bursátiles fueron tomados de www.hussmanfunds.com/html/datapage.htm y www.economagic.com

2. Los datos históricos sobre la cotización de bienes durables, no durables y servicios fueron tomados de www.bigcharts.com
3. Los datos históricos sobre la cotización de Colgate, Black & Decker y Home Depot así como el de las empresas competidoras fueron tomados de <http://finance.yahoo.com/>
4. Los datos financieros de Colgate, Black & Decker y Home Depot así como el de las empresas competidoras fueron tomados de www.sec.gov y <http://edgascan.pwcglobal.com>.
5. Los datos sobre la duración de los ciclos económicos fueron tomados de <http://www.nber.org/cycles.html>

TABLA DE GRAFICOS

••	<i>Gráfico 1 Variación Porcentual Anual GDP, Tasa de Interés Federal Funds y Dow Jones Industrial Average 1980-2003.....</i>	<i>6</i>
••	<i>Gráfico 2 Variación Porcentual Trimestral de GDP y Dow Jones Industrial Average Enero 1979-Diciembre 1982.....</i>	<i>10</i>
••	<i>Gráfico 3 Variación Porcentual Trimestral de GDP y Dow Jones Industrial Average Enero 1990-Diciembre 1991.....</i>	<i>11</i>
••	<i>Gráfico 4 Variación Porcentual Trimestral de GDP y Dow Jones Industrial Average Enero 1998-Diciembre 2003.....</i>	<i>11</i>
••	<i>Gráfico 5 Variación Porcentual Trimestral de GDP y de la Tasa de interés de los Federal Funds Enero 1979 – Diciembre1982.....</i>	<i>12</i>
••	<i>Gráfico 6 Variación Porcentual Trimestral de GDP y de la Tasa de Interés de los Federal Funds Enero 1990 Diciembre 1991.....</i>	<i>12</i>
••	<i>Gráfico 7 Variación Porcentual Trimestral de GDP y de la Tasa de Interés de los Federal Funds Enero 1998-Diciembre 2003.....</i>	<i>12</i>
••	<i>Gráfico 8 Variación Porcentual Trimestral Dow Jones Industrial Average y Tasa de Interés de los Federal Funds Enero 1979-Diciembre 1982</i>	<i>13</i>
••	<i>Gráfico 9 Variación Porcentual Trimestral Dow Jones Industrial Average y Tasa de Interés de los Federal Funds Enero 1990-Diciembre 1991</i>	<i>14</i>
••	<i>Gráfico 10 Variación Porcentual Trimestral Dow Jones Industrial Average y Tasa de Interés de los Federal Funds Enero 1998-Diciembre 2003.....</i>	<i>14</i>
••	<i>Gráfico 11 Variación Porcentual de los beneficios corporativos 1965-1974.....</i>	<i>20</i>
••	<i>Gráfico 12 Porcentaje de Utilización de la capacidad instalada 1967-1974.....</i>	<i>21</i>
••	<i>Gráfico13 -Porcentaje de Utilización de la Capacidad Instalada en EE.UU. 1975-1984.....</i>	<i>23</i>
••	<i>Gráfico 14 Variación Porcentual de los Beneficios Corporativos 1990-2003</i>	<i>26</i>
••	<i>Gráfico 15 Variación Porcentual la Inversión en Capital Fijo Privado 1990-2003</i>	<i>26</i>
••	<i>Gráfico16 Porcentaje de Utilización de la Capacidad Instalada 1990-2003</i>	<i>27</i>
••	<i>Gráfico 17 Relación Índice Dow Jones Industrial Total, Dow Jones Bienes de Consumo Cíclico y No cíclico.....</i>	<i>30</i>
••	<i>Gráfico 18 Variación Porcentual de la Producción Industrial y del Empleo No Agrícola Enero 1998-Enero 2003.....</i>	<i>32</i>

••	<i>Gráfico 19 Variación Dow Jones Industrial Average (DJIA) vs. Apparel Retailers index SAP (servicios) Marzo 2001- Mayo 2005</i>	33
••	<i>Gráfico 20 Variación Dow Jones Industrial Average DJIA vs Industria Tabacalera TOB (bienes) Marzo 2001- Mayo 2005</i>	34
••	<i>Gráfico 21 Variación Porcentual de las cotizaciones de Colgate (C L), Black & Decker (B D K) y Dow Jones Industrial Average (D J I)</i>	45
••	<i>Gráfico 22 Variación Porcentual de las cotizaciones de Colgate (C L), Home Depot (H D) y Dow Jones Industrial Average (D J I)</i>	46
••	<i>Gráfico 23 Variación Porcentual de las cotizaciones de Black & Decker (BDK), Home Depot (HD) y Dow Jones Industrial Average (D J I)</i>	47
••	<i>Gráfico 24 Variación Porcentual de las Ventas de Colgate, Black & Decker y Home Depot 1993-2004</i>	48
••	<i>Gráfico 25 Variación Porcentual de las Ventas de Colgate, su competencia y Gross Domestic Product (GDP) 1992 – 2004</i>	48
••	<i>Gráfico 26 Variación Porcentual de las Ventas de Black & Decker, su competencia y Gross Domestic Product (GDP) 1992 – 2004</i>	49
••	<i>Gráfico 27 Variación Porcentual de las Ventas de Home Depot, su competencia y Gross Domestic Product (GDP) 1992– 2004</i>	49
••	<i>Gráfico 28 Relación Ventas / Inventarios de Colgate, Black & Decker y Home Depot 1992-2004</i>	50
••	<i>Gráfico 29 Relación Ventas / Inventarios de Colgate, su competencia y Sector Manufacturero 1992 – 2004</i>	50
••	<i>Gráfico 30 Relación Ventas / Inventarios de Black & Decker, su competencia y Sector Manufacturero 1992-2004</i>	50
••	<i>Gráfico 31 Relación Ventas / Inventarios de Home Depot, su competencia y Sector Ventas al por Menor 1992 – 2004</i>	50
••	<i>Gráfico 32 Razón de Endeudamiento de Colgate, Black & Decker y Home Depot 1992-2004</i>	52
••	<i>Gráfico 33 Razón de Endeudamiento de Colgate, su competencia 1992 – 2004</i>	52
••	<i>Gráfico 34 Razón de Endeudamiento de Black & Decker y su competencia 1992-2004</i>	52
••	<i>Gráfico 35 Razón de Endeudamiento de Home Depot y su competencia 1992 – 2004</i>	52
••	<i>Gráfico 36 Relación entre el cargo por intereses y el total de la deuda Colgate, Black & Decker y Home Depot 1992-2004</i>	53

- *Gráfico 37 Relación entre el cargo por intereses y el total de la deuda Colgate, su competencia y la tasa de interés de los Federal Funds 1992 – 2004.....53*
- *Gráfico 38 Relación entre el cargo por intereses y el total de la deuda Black & Decker, su competencia y la tasa de interés de los Federal Funds 1992-200453*
- *Gráfico 39 Relación entre el cargo por intereses y el total de la deuda de Home Depot, su competencia y la tasa de interés Federal Funds 1992 – 200453*