

# El papel de la incertidumbre en la crisis de Cemex

Gustavo Vargas y Albino Luna

*“La razón de que el futuro económico esté ligado con el presente se encuentra en la existencia de equipo duradero”* ■  
TGOLD J. M. Keynes. /Capítulo 11. La eficiencia Marginal del Capital” ■

En este artículo se analiza la crisis Cemex a partir de la hipótesis keynesiana de incertidumbre irreductible y las expectativas convencionales desarrollada por J. M. Keynes. La empresa Cementos Mexicanos Cemex, es una de las empresas mexicanas más grandes del país, ocupa el primer lugar en manufactura de cemento y concreto. En el mercado internacional, a pesar de la crisis que ha padecido desde 2008 se mantiene como una de las cuatro más grandes corporaciones a nivel mundial en su industria. Dos hechos están ligados a la crisis de esta gran empresa mexicana, la debacle de la economía global de 2008 y la adquisición de la empresa australiana Rinker en 2007, poco antes de la recesión mundial. La combinación de aquel hecho producto de los ciclos internacionales y la incertidumbre del capitalismo, y la estrategia expansiva de Cemex, le llevaron a su primer crisis financiera internacional. Este ensayo propone y muestra que la crisis de esta transnacional mexicana se puede explicar por aquellos acontecimientos en el contexto de la incertidumbre y de las expectativas convencionales: en efectos los indicadores de estas últimas hasta 2007 y parte de 2008 muestran un claro ciclo expansivo. En medio del cual tiene lugar la decisión que llevó a Cemex a la crisis financiera que hoy padece.

This paper analyzes the Cemex' crisis from the Keynesian hypothesis of irreducible uncertainty and conventional expectations developed by J. M. Keynes. Cementos Mexicanos Cemex, is the largest Mexican corporation which manufactures cement and concret despite the crisis that has been suffered since 2008, remains one of the four most important firms in their international market. Two facts are linked to the crisis of this great Mexican firm, the global economic meltdown of 2008 and the acquisition of Australian firm: Rinker in 2007 just before the global recession. The combination of international product cycle, the capitalism uncertainty and the expansion strategy of Cemex, led to its first international financial crisis. This paper proposes and shows that the crisis of this transnational firm can be explained by those events in the context of uncertainty and conventional expectations: different indicators until 2007 and part of 2008 show a clear upturn, is in the middle of trend on which Cemex decision takes place and explains its financial crisis.

## Palabras clave:

- Comportamiento de la empresa
- Inversión
- Información e incertidumbre

## Key words:

- Firm Behavior
- Investment
- Information and Uncertainty

JEL Classification: D21, D92, D8

## Introducción

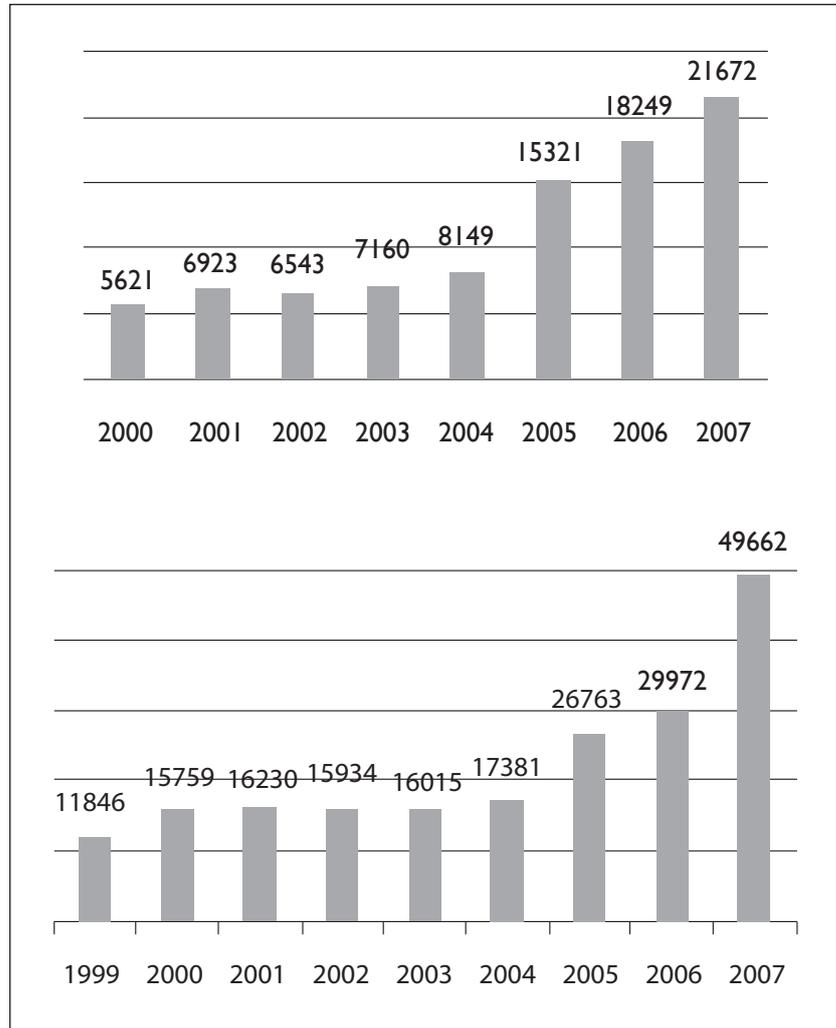
Se presenta un análisis de la crisis de la estrategia de crecimiento de la empresa Cemex desde una perspectiva en la cual subrayamos la tesis keynesiana de la incertidumbre irreductible.

El objetivo es mostrar la relevancia y vigencia que la tesis de J. M. Keynes sobre la incertidumbre en la toma de decisiones de la empresa para invertir. Si bien a la obra de este importante economista se le asocia al análisis macroeconómico, a continuación también explicamos cómo su tesis de incertidumbre puede ser aplicada para el análisis de la microeconomía dinámica. Destacamos la importancia de la incertidumbre fundamental en contraste con el análisis o cálculo de riesgo en la evaluación de los proyectos de inversión.

En el análisis de la microeconomía, las elecciones de inversión de las empresas, por lo cual un análisis microeconómico de la dinámica de Cemex, debe pasar por la explicación de los determinantes de inversión. Como dice A. Eichner: “A theory to explain investment must therefore be consistent with what is known about decision-making at the firm level. This is the microeconomic foundation of any model of investment behavior” (Eichner, 1991, p. 448).



Ventas Consolidadas de Cemex 2000-2007  
(millones de dólares)



La estrategia de crecimiento había descansado en fusiones y adquisiciones, las cuales en su mayoría fueron financiadas mediante la reinversión de utilidades. El flujo de efectivo de Cemex reporta una tendencia creciente, el cual pasa de 860 MdD en 1999 a casi 2 000 MdD en 2005 y 2006. Con este flujo de recursos la empresa contaba con una fortaleza financiera que le permitía planear fusiones y adquisiciones de mucha mayor magnitud de las que había realizado hasta 2006 (véase cuadro I de fusiones y adquisiciones).

**Cuadro XX:**  
**Fusiones y adquisiciones de Cemex**

1906	Hidalgo Cement	1993	Acquires Copsa Group which operates in several mexican states
1920	Portland Monterrey Cement founded by Lorenzo H. Sambrano	1996	Acquires Samper. It becomes the 3rd cement worldwide
1931	Mexican Cement S.A. arises from the fusion of Hidalgo Cement and Portland Monterrey Cement	1995	Acquires National from Dominican Republic and Diamante Cement in Colombia
1966	Acquires Mayan Cement in Merida	1994	Acquires Vencemos from Venezuela and Bayano from Panamá
1967	New plant in Valles City, San Luis Potosi	1999	Bought most Assuit Cements of Egypt. Stars trading in Nwe York Stock Exchange
1976	New plant in Torreon	2001	Acquires Southdown USA (2 600 MD) Acquires Saraburi Cement Company Thailand.
1976	Acquires Guadalajara Cement	2002	Acquires Puerto Rican Cement Company in Puerto Rico.
1976	Stars trading on the Mexican Stock Exchange (Bolsa Mexicana de Valores)	2005	Acquires RMC, britanic firm for 5, 800 MD and Readmyx (German Company)
1986	Opens a plant in Huichapan, acquires 50 percent of Southwestern Sunbelt Cement, and aldo of Texas Sunbelt Cement	2007	Acquires Rinker,Australian company of construction materials
1989	Acquires Tolteca Cement (the Blue Circle, Britain) Thus becomes the sixth largest cement producer in the world. Acquires Gulf Coast Portland Cement Co; Houston Shell and Concrete; Huston Concrete Products, Agregate Transportation	2008, 2009, 2010: CEMEX FINANCIAL CRISIS	
1990	Acquires Pacific Coast Cement Corp	2009 CEMEX sells Rinker and signed debt and financing restructuring agreements.	
1992	Bouht Valenciana and Season from Spain		



## La crisis

El modelo Cemex Way mostró un gran éxito, durante 15 años Cemex creció ininterrumpidamente, pasó del sexto al tercer lugar entre las cementeras más grandes del mundo, se convirtió en la primera empresa comercializadora mundial de cemento y su flujo libre de efectivo era mayor al de sus dos principales competidoras. Sin embargo, sus tres últimas grandes adquisiciones comprometieron su situación financiera.

En 2001 se convirtió en el segundo productor más grande de cemento en Estados Unidos, después de adquirir por 2 500 MMD a Southdown, esta operación fue la más importante que una empresa mexicana hiciera en ese país hasta ese momento. En 2005 adquirió la británica RMC Corporation, la empresa concretera más grande del mundo por 5 800 MDD y en 2007 adquirió a la firma australiana Rinker, de su mismo tamaño y que costó 15 300 MDD.

Para que Cemex comprara a RMC Corporation en 2005, en particular para la adquisición de Rinker en 2007, fue necesario contratar una elevada deuda con el sistema bancario, esto fue posible gracias a que en aquellos años su liquidez estaba respaldada por una considerable generación de flujo libre de efectivo así como de su disponibilidad de líneas de crédito bancario y su acceso a diversas fuentes de financiamiento. La generación de flujo libre de operación de Cemex sumó alrededor de 2 000 MDD en 2007, además, tenía alrededor de 1 500 MDD disponibles en líneas de crédito comprometidas y unos 1 600 MDD en efectivo e instrumentos negociables, lo cual garantizaba que la empresa era capaz de cumplir con sus obligaciones.

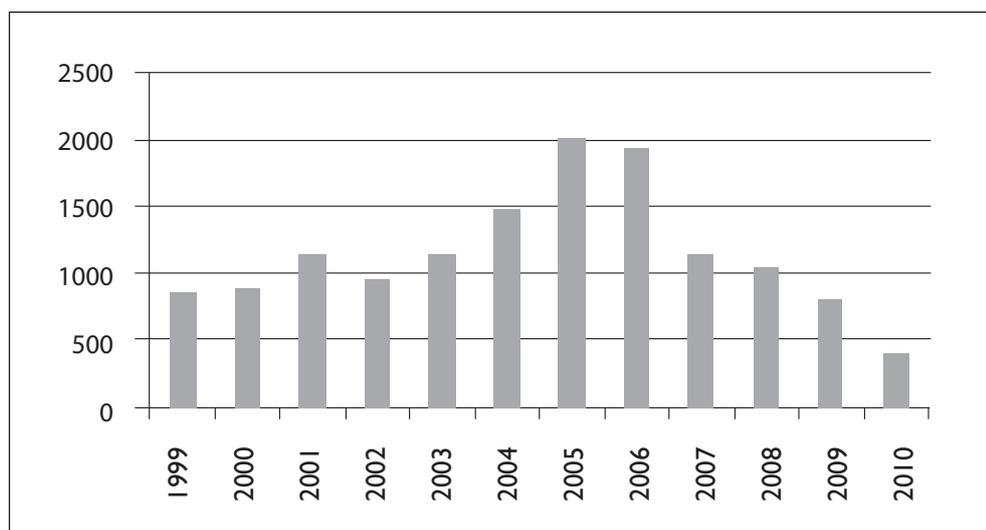
En 2007-2008 con la crisis iniciada en el sector inmobiliario y que se convirtió en la primer gran crisis global, las ventas de Cemex disminuyeron sustancialmente, lo que provocó que su deuda perdiera su grado de inversión y los bancos presionaron para cobrar sus adeudos. En el 2008 perdió su posición internacional, la cementera tuvo que poner a la venta gran parte de sus activos en Australia y el 1 de octubre de 2009 cerró la operación de venta una parte de sus recursos con la Suiza Holcim por 1 700 millones de dólares. La transacción incluyó 249 plantas de concreto, 83 canteras de agregados y 16 plantas productoras de tubos de concreto en territorio australiano. Además, la empresa captó recursos con la conclusión de una oferta global de capital, recursos que se utilizaron para reducir la deuda. Este proceso ha continuado y en octubre del presente año anunció una nueva venta de activos por más de mil MdD.

En el año de 2009, las ventas netas disminuyeron 28% y el flujo de operación disminuyó 35%, el flujo de efectivo libre después de inversiones en activos fijo por mantenimiento se redujo 53%, se puso en práctica un programa de reducción de





### Flujo neto de efectivo 1999-2010 (millones de dólares)



Ya Keynes hablaba de la “incertidumbre fundamental” (Keynes, 2003) la cual explica porque las variables económicas como la inversión, el ahorro y la tasa de interés adquieren una dinámica que es independiente cada una con respecto a las demás. Es la confianza en el futuro que tiene cada uno de los empresarios la que determina el monto de la inversión que han de realizar y es imposible poder hacer previsiones seguras en un momento dado. El nivel de inversión de la economía en su conjunto es el elemento inestable del sistema y es capaz de provocar las grandes fluctuaciones en la economía que dan lugar a los periodos de auge y crisis.

#### Teoría de la inversión en Keynes: ¿Por qué Cemex decidió adquirir Rinker?

Hemos dicho que la causa de la crisis de Cemex se encuentra en gran medida en su decisión de comprar a la empresa australiana Rinker en 2007. Por tanto surge la pregunta de: ¿Por qué Cemex decidió comprar esta empresa? En general esta pregunta equivale a investigar los determinantes que la teoría económica ha ofrecido para explicar las razones de la inversión privada. A continuación buscamos contestar esta pregunta desde la perspectiva teórica de Keynes pues consideramos que su explicación es una hipótesis plausible para el caso de estudio.

Keynes consideraba que la inversión –en este caso la adquisición de Rinker por Cemex– es función de los rendimientos o los beneficios probables, los cuales se

pueden expresar en términos de una tasa de descuento, que es la tasa de rendimiento que se espera obtener de una inversión. Esta tasa es lo que conocemos como la eficiencia marginal del capital, que al formularse de esa forma puede ser comparada con la tasa de interés.

Sin embargo, la diferencia entre la tasa de interés y la tasa de la EMgK es relativa a la diferencia que existe en la evaluación de un flujo presente y otro que involucra el futuro. La tasa de interés expresa el rendimiento corriente del dinero en el periodo actual, en tanto la EMgK se refiere al rendimiento esperado en el futuro. En términos de teoría corresponde a la diferencia entre una teoría estática y otra dinámica. En este punto es donde la importancia de las expectativas (la creencia de lo que ocurrirá en el futuro) aparece como determinante de la marcha actual de la economía. En palabras de Keynes, el valor de las expectativas es que nos permite “recuperar el eslabón teórico entre el presente y el futuro”.

La liga entre el presente y el futuro se encuentra en el acervo y variación del equipo productivo con el que cuenta una empresa y en general una economía, así la dinámica presente está sujeta a las decisiones, juicios y expectativas futuras de los empresarios. En síntesis, en el capítulo 11 del libro de Keynes referente a la “Eficiencia marginal del capital” afirma que: la inversión productiva y el ciclo económico, están determinadas por la eficiencia marginal del capital y ésta a su vez por las expectativas de los inversionistas.

Las expectativas de los inversionistas se forman con los hechos conocidos del presente y del pasado, y por otra parte, con las ideas o creencias de lo que puede ocurrir en el futuro, lo cual está dominado por la incertidumbre y ésta, a su vez, por el estado de las expectativas de largo plazo. Keynes dice: “...las expectativas sobre los rendimientos probables son, por una parte, los hechos que podemos dar por conocidos con más o menos certeza y, por otra, los acontecimientos futuros que sólo pueden preverse con relativa seguridad...” Estas están relacionadas con “el estado de las expectativas a largo plazo...” Keynes TGOD p. 157.

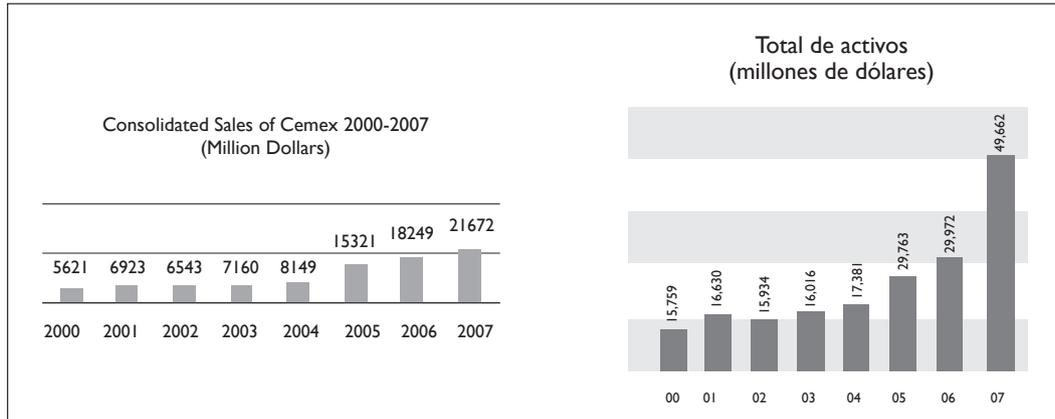
Las empresas e inversionistas deben tomar elecciones en el presente sin conocer el futuro, por lo que en la Teoría Económica de Keynes: “la lógica de la elección –tiene lugar– en condiciones de incertidumbre” RS, 2009, p. 97. Si bien esta, se ha tratado de reducir a la estimación del riesgo de una inversión, lo que hacen los mejores cálculos, no es más que proyectar al futuro los acontecimientos o patrones de comportamientos del pasado.

Sin embargo, al considerar a la economía como resultado, por una parte, de la interacción del comportamiento de agentes económicos y sociales con intereses particulares, y por otro, de cambios con mayor o menor complejidad en la innovación, tanto en la ciencia como en la tecnológica, no podemos menos que entender

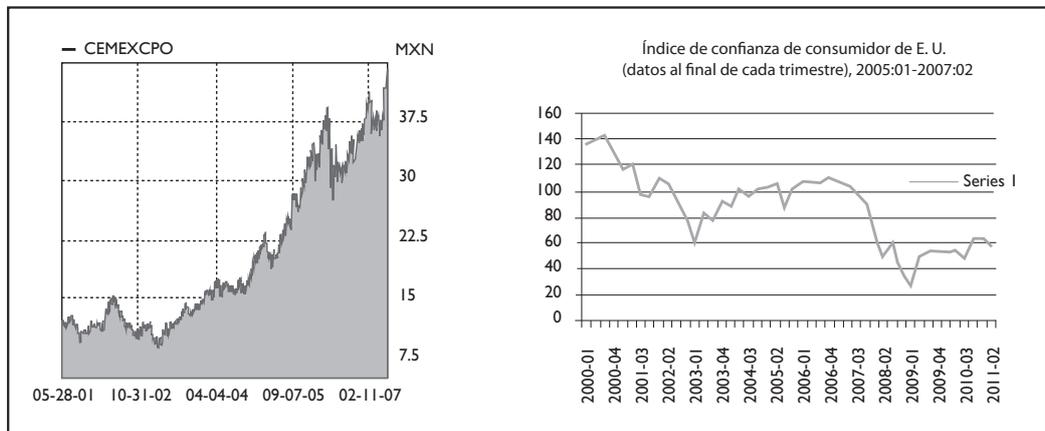




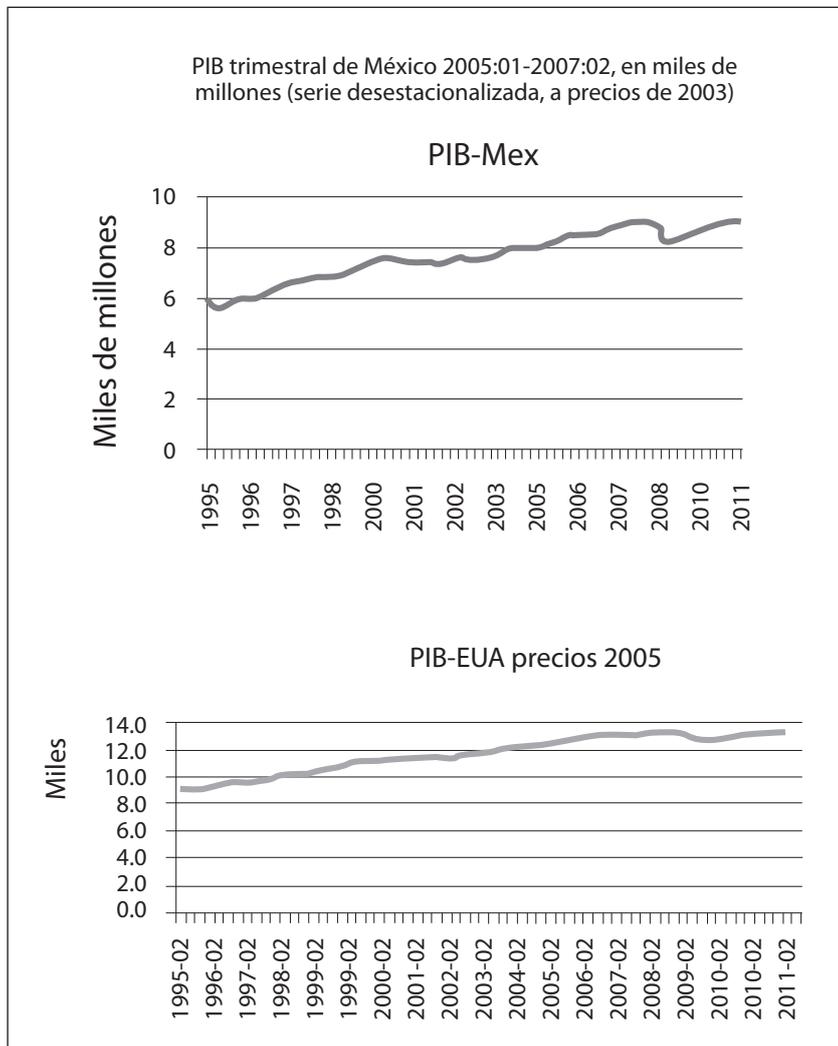
estudios de mercado, financiero y de riesgo avalaban la pertinencia de nuevas inversiones: el análisis de apalancamiento y riesgo soportaban la visión expansionista de la empresa.



La valoración del desempeño de la empresa por parte de los inversionistas en el mercado de valores tanto de México como de los mercados internacionales era muy positiva. Esto se refleja en evolución de los precios de las acciones en el mercado mexicano y en el Dow Jones hasta finales de 2007 (véase gráfica). De igual forma el índice de confianza del consumidor en EU había aumentado después de la crisis de 2002 de 50 puntos hasta llegar a más de 100 a finales de 2006 y principios de 2007.



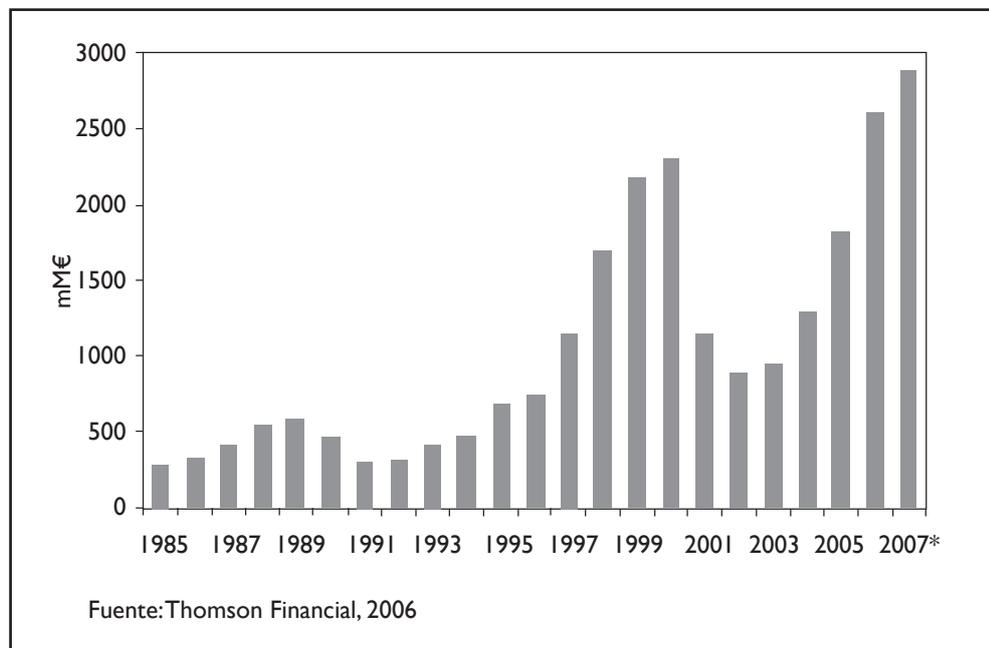
La confianza de los administradores de Cemex, de los consumidores y de los inversionistas en las bolsas de valores se veía reforzada por el desempeño de la economía mexicana y la norteamericana, que como se muestra en las siguientes gráficas, el PIB de México y el PNB de EU respectivamente, revelaban un crecimiento sostenido de largo plazo para estas economías.



Finalmente, el indicador más significativo del ambiente optimista de la clase empresarial mundial se puede observar en la última ola de las grandes inversiones a través de fusiones y adquisiciones que tenían lugar a nivel global. Como lo muestra la siguiente gráfica, existe una tendencia creciente a nivel mundial y de largo plazo a

las fusiones y adquisiciones de empresas. Después de la crisis americana de 2002, las inversiones de esta clase reportan una tendencia claramente hacia la alza, destaca su desempeño en 2005, 2006 y aún en 2007.

### Volumen mundial invertido en fusiones y adquisiciones, 1985-2007 Acumulado a 1 año (miles de millones de euros)



Como afirma Keynes la información directa y general de toda la economía global en 2006 y 2007 creaba un ambiente de optimismo que se podría resumir en un estado de expectativas convencionales positivas, lo cual se mostraba en la ola de fusiones y adquisiciones que se observa de 2003 a 2007.

Si bien a mediados de 2007 existían algunas señales de la presente crisis, en aquel entonces se consideraba, que se estaba ante un “relentizamiento” en el crecimiento y no al borde de una crisis, y mucho menos en una crisis de carácter global como la que hemos presenciado. Aquellos datos que anunciaban la contracción de 2008, como también lo señala Keynes cuando se refiere a datos adversos de corto plazo, fueron desestimados, posiblemente pensando que en el peor de los casos se podría repetir una crisis como la del 2002 y que la economía americana y la de todo el mundo la podrían superar prontamente de forma exitosa.



