

La estrategia financiera del gran capital en México

Jorge Basave Kunhardt •

Presentación

Durante toda esta década el comportamiento financiero de las grandes corporaciones empresariales han mostrado características muy particulares que tienen consecuencias significativas para las economías nacionales en las que operan. Se trata de una nueva modalidad de operación dentro de su estrecha (e inherente) vinculación con los mercados financieros, pero ahora fundamentada en un voluminoso flujo de recursos en sentido inverso a como se había desarrollado tradicionalmente. Es decir, en una creciente desvinculación de sus flujos de capital dinerario con la esfera productiva. Este fenómeno ha alcanzado enormes proporciones a escala mundial.

Un ejemplo lo representan las grandes compañías industriales japonesas, señaladas desde hace varios años como un modelo de eficiencia financiera que, sumada a su alta productividad, les han proporcionado enormes beneficios corporativos. Sus inversiones en activos financieros, que responden a una estrategia integral del uso de sus recursos dinerarios denominada *zaiteku*, han cobrado una importancia similar a la inversión productiva, lo que se refleja de forma notable en la composición de sus ganancias.

• Investigador del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM.

Según un artículo de la revista inglesa *The Economist* la empresa Victor Company, fabricante de equipos de audio y videograbadoras, obtuvo durante 1987 utilidades por transacciones financieras correspondientes al 93 por ciento de sus ganancias antes de impuestos. El equivalente para Hanwa Kogyo, comerciante siderúrgico en ese mismo año fue de 60. Para Ajinomoto, enorme procesadora de alimentos fue 40 y para la conocida empresa Toyota fue de 37.6 por ciento.

El mismo artículo, con base en la información que proporciona cada año el Instituto para la Investigación Económica Wako, señala que este fenómeno ha alcanzado proporciones relevantes desde hace ocho años y que para 1987 más de la mitad de las empresas enlistadas en la Bolsa de Valores de Tokio obtuvieron gran parte de sus ganancias corporativas en esa forma. Algunas de estas corporaciones gigantes rebasan sustancialmente los beneficios logrados por sus actividades productivas. Tal es el caso de Sanyo y de Nissan Motors que obtuvieron ganancias resultantes de participar en los mercados financieros equivalentes a 134 por ciento y 196.2 por ciento de sus utilidades de operación respectivamente.

En México, donde sobra decirlo, prevalecen características económicas muy diferentes a las de Japón, no tenemos de qué sorprendernos ante estas cifras, ya que, por ejemplo, durante el mismo año de 1987 la proporción de ganancias financieras netas a utilidades de operación para las corporaciones industriales Cementos Guadalajara (construcción), Novum (petroquímica), Unión Carbide (petroquímica), ALFA (diversificada, destacando siderurgia) y FRISCO (minería), fueron respectivamente de 95.7, 108.9, 116.1, 168.3 y 206.7 por ciento.

Estamos, por consiguiente, ante el despliegue de una estrategia corporativa, cuyas implicaciones se imbrican estrechamente con las crisis contemporáneas y, en su caso, con los proyectos de reestructuración de las economías nacionales. Resulta además muy claro que en nuestro país esto se vincula necesariamente a la estructuración del poder económico y político, debido al considerable control de recursos financieros que representa.

Llevar a cabo un estudio integral de dicho fenómeno que rebase al análisis microeconómico para el caso mexicano, reviste la importancia no sólo de ubicar la especificidad de una estrategia diseñada por los sectores más dinámicos y de más alta concentración en el país, sino también de posibilitar la evaluación de su impacto sobre una economía subdesarrollada y en crisis.

En este ensayo pretendo lograr una primera aproximación al análisis de los mecanismos financieros a través de los cuales se implementa dicha estrategia, en el marco de la coyuntura económica por la que atraviesa México. Abordaré, consecuentemente, la relación de aquella con la inversión industrial sobre la base de una muestra estadística de 22 corporaciones empresariales registradas en la Bolsa de Valores de México. Dicho análisis permitirá arribar a conclusiones preliminares sobre la relación entre las determinantes financieras y las productivas que confieren un carácter muy específico a estas corporaciones como *grupos de capital financiero* y que, en la crisis, condicionan el proyecto de reestructuración del sistema

Otros aspectos sobre la estructura del capital financiero en México y sus formas de operación, cuyo análisis permitirá, finalmente, una comprensión más integral del mismo, están siendo abordados en otras investigaciones específicas¹ que incluyen un número mucho más amplio de variables, mismas que han quedado fuera de los objetivos inmediatos del presente ensayo.

Vale la pena adelantar que este proceso de desarticulación de flujos significativos de capital en su forma dinero con la esfera productiva —hecho indiscutible entre otros más que atañen al tema del capital financiero y a sus tendencias futuras— conducen necesariamente a una readecuación de esta categoría acorde con las condiciones actuales de evolución del sistema, a fin de enriquecer su contenido como instrumento de análisis del capitalismo contemporáneo.

I. Aspectos financieros de la crisis y comportamiento de los grupos

En este apartado nos limitaremos a subrayar en forma condensada aquellos aspectos de la crisis que nos permiten enmarcar con propiedad el objeto específico de este ensayo.²

Se trata, en primer lugar, de un entorno recesivo cuyos primeros síntomas se presentaron desde el inicio de los años setenta, con un breve intervalo de cuatro años (1977-1980) impulsado por la produc-

¹ Se trata del proyecto de investigación sobre "La estructura y operación del capital financiero en México", desarrollado por el autor y Carlos Morera C. en el área de Financiamiento para el Desarrollo del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM.

² Sobre los orígenes productivos de la crisis pueden consultarse, entre otros autores, a Rivera, Miguel A. *Crisis y reorganización del capitalismo mexicano*, ERA, 1986; y a Valenzuela, José. *El capitalismo mexicano en los ochenta*, ERA, 1986.

ción petrolera que sólo retrasó la virtual caída generalizada de la economía, y que, además, condujo al agravamiento de la deuda externa pública y privada que de 26 mil millones de dólares en 1976 llegó a 37 mil millones en 1981, participando el sector privado con un 28 por ciento. De ahí hasta 1987 rebasaría los 110 mil millones reduciéndose levemente la participación privada al 24 por ciento del total.³

En un ensayo anterior⁴ se analizó el comportamiento netamente financiero de los consorcios empresariales: durante la segunda mitad de los años setenta retiraron cuantiosos volúmenes de capital dinero de la esfera productiva por medio del reparto de dividendos en efectivo, lo que permitió a sus principales accionistas realizar inversiones en dólares depositados en bancos fuera del país. Simultáneamente, los consorcios sustituyeron ampliamente esos recursos con crédito bancario externo permitiéndoles desplegar un agresivo proceso de centralización de capital. Por consiguiente, mientras las empresas quedaban críticamente endeudadas, los empresarios se convertían en acreedores indirectos del país.

La fuga total de capitales ascendió en 1982 hasta los 50 mil millones de dólares, agravando la posición en reservas de México y la situación económica general.

El PIB había crecido en los años setenta por debajo de sus niveles históricos, y ya en la década de los ochenta presentó cifras negativas para algunos años (1982, 1983 y 1986), mismos en que el crecimiento de la inversión privada como porcentaje del PIB había sido también negativo.

Por su parte, la inflación que aumentaba aceleradamente desde la década anterior alcanzó los tres dígitos en 1986 y 1987 (105 y 159 por ciento).

Las tasas de interés fueron elevándose conforme la inflación, con el fin de desalentar la inversión en dólares pero promoviendo el círculo vicioso de incidir sobre los costos financieros de las empresas que elevaron precios, incentivando aún más la inflación.

Los grupos de capital financiero, en medio de este entorno recesivo, inflacionario y especulativo, se vieron además presionados

³ Véase al respecto Green, Rosario. *La deuda externa de México, 1973-1987*, Nueva Imagen, 1988 y a Quijano, José M. *et al. La deuda externa mexicana en el periodo 1970-1984*, UAP, 1985.

⁴ Morera, Carlos y Jorge Basave. "La deuda externa y la apropiación de la riqueza social en México", *Problemas del Desarrollo*, Instituto de Investigaciones Económicas, núm. 68, enero-marzo de 1987.

por agobios de su propio endeudamiento externo, que llevó a algunos al borde de la quiebra como en el caso del Grupo ALFA, al que el Estado hubo de rescatar con fondos propios, a través de un complejo paquete financiero en 1982.

El rescate masivo de estos grupos sobrevino en 1983 a través de la implementación por el Estado del Sistema FICORCA, extraordinario subsidio financiero con el cual la mayor parte de la deuda en dólares de aquellos se convirtió a moneda nacional, espaciando los plazos de pago hasta por diez años con periodos de gracia para la amortización del capital de hasta cinco años. Entre 1983 y 1985 el subsidio estimado representó 3.8 billones de pesos.⁵

Este impresionante subsidio, que trasladaba los efectos negativos de futuras devaluaciones hacia las arcas del Estado, provocó un efecto colateral que tuvo, al menos, la misma importancia para el saneamiento de los grupos y que se reflejó de inmediato en el mercado financiero nacional: generó enormes excedentes de recursos dinerarios que, debido a la crisis recesiva, no serían orientados a actividades productivas más que en una proporción reducida. Con excedentes los grupos se convirtieron francamente en los principales participantes del mercado nacional de valores, especialmente el de dinero.

Muy reveladores, respecto de lo anterior, resultan los datos conocidos sobre la tenencia de Certificados de la Tesorería (CETES). Las colocaciones de estos instrumentos emitidos por el Gobierno Federal para financiar su déficit presupuestal y regular la circulación monetaria interna fueron adquiridos entre 1984 y mediados de 1986 por el Banco de México en un 70 por ciento del total. Pero hacia agosto de 1987 las empresas y los particulares ya detentaban el 52 por ciento convirtiéndose desde entonces, como sector, en el principal acreedor de la deuda interna.

Los flujos dinerarios de varios de los grupos también se orientaron hacia el mercado de capitales. El mercado accionario nacional experimentó un crecimiento acelerado desde el año de 1984 que se convirtió en espectacular entre 1986 y octubre de 1987, mes en que sobrevino su también espectacular colapso.

El crecimiento del índice de la BMV, superando al del resto del mundo, fue durante nueve meses de aquel último año de más del 500

⁵ Véanse al respecto los trabajos de Celso Garrido, entre otros. "Relaciones de endeudamiento, grupos económicos y restructuración capitalista en México", *Economía: Teoría y Práctica*, UAM, núm. 12, 1988.

por ciento logrando los 372 216 puntos. Ocurrió el caso de acciones como las de los consorcios mineros que en un lapso de tres años incrementaron sus precios por encima del mil por ciento.

El *boom* del mercado no sólo atrajo excedentes de tesorería de los grupos hacia la especulación alimentándola, sino condujo, además, a un buen número de ellos entre 1986 y 1987 a acudir al mercado accionario como fuente real de financiamiento. En efecto, en ese lapso se reanudó la colocación de emisiones públicas de tipo primario⁶ que habían sido suspendidas en su totalidad (con excepción de las correspondientes a Casas de Bolsa) desde 1981.⁷ Este tipo de emisiones les produjo cuantiosas ganancias en la forma de *primas por emisión*⁸ sobre la base de colocar entre el público inversionista acciones considerablemente sobrevaluadas.

Con este variado menú de opciones financieras, y en el marco de una economía recesiva e inflacionaria, la orientación de una proporción considerable de los recursos dinerarios corporativos se convirtió en una cabal estrategia de inversión para el periodo.

Se trata de una modalidad de operación, propia de los grupos de capital financiero, que había presentado otras variantes pocos años atrás⁹ pero que demuestra la gran flexibilidad que les permite su calidad monopólica y, valga la redundancia, financiera.

La capacidad para responder a la coyuntura y definitivamente para incidir en ella proviene de varias décadas de acumulación diferenciada en mercados protegidos, aprovechando una política económica de subsidio al gran capital. Resulta obvio, hoy tanto como en el pasado, que la intervención decidida del Estado ha sido determinante. El despliegue de una estrategia de este tipo sólo era obstaculizada por la forzosa orientación de recursos de los grupos al pago de su deuda externa, situación aminorada con la implementación del FICORCA.

Ahora bien, para concluir este apartado es necesario subrayar que el carácter financiero de los grupos radica precisamente en una combinación flexible respecto de la orientación de sus recursos (propios

⁶ Se trata de emisiones de acciones nuevas que se traducen en un incremento del capital social de la empresa.

⁷ Véase al respecto Basave, Jorge y Carlos Morera. "El poder en la Bolsa", *Brecha*, núm. 1, otoño, 1986.

⁸ Estas ganancias resultan de la diferencia entre el valor nominal de las acciones y su precio de colocación en el mercado. Representan, con ciertas modificaciones importantes, lo que Hilferding denominó "ganancias de fundador".

⁹ Véase al respecto Morera y Basave, *op. cit.* y también Basave, Jorge. "Capital financiero y expropiación bancaria en México", *Teoría y Política*, núm. 9, enero-marzo, 1983.

y ajenos) hacia la actividad propia de su giro (productiva, comercial o de servicios) y hacia la inversión en los mercados financieros. En ello, además, la estrategia de valorización de su capital rebasa a la unidad (empresa) individual sobreponiéndole un ensamble superior que responde a los intereses del conjunto de empresas que conforman al grupo.

Es posible delimitar para los años setenta y ochenta los giros de la estrategia en cuanto a las prioridades de la inversión. De 1984 en adelante, como veremos en este ensayo, ha destacado la segunda.

No obstante lo anterior, la inversión productiva ha mantenido un cierto nivel para algunos grupos, principalmente aquellos más orientados a la exportación. Orientación que forma parte de un proyecto más amplio del gran capital y el Estado para modificar las condiciones de acumulación en México.

El peso en las decisiones de política económica y de política en general por parte de los grupos necesariamente ha sido creciente a lo largo de estos años, arribando a una correlación que les permite influir decididamente en la orientación de ambas. Así como el nivel de concentración y su ubicación en los sectores punta de la economía les permite dinamizar la reproducción del capital social del país, su capacidad financiera les confiere un poder desarticulador que es evidente.

II. Destino: el mercado financiero

Al 31 de diciembre de 1987 los 22 grupos de nuestra muestra tenían 5.9 billones (millones de millones) de pesos invertidos en valores financieros diversos.¹⁰ Esta cifra equivale aproximadamente al 13 por ciento del total de recursos captados a la misma fecha por el mercado financiero nacional bancario y extrabancario (excluyendo la tenencia de CETES por Banco de México), con lo que se aprecia conservadoramente —dada la amplitud de componentes de la captación total— el significativo poder de influencia de estos grupos en el mercado.

Respecto de 1986, la inversión en valores financieros había crecido 366 por ciento en términos nominales y de ese año con respecto a 1985 en 278 por ciento, muy por encima de la inflación correspondiente.

¹⁰ No se incluye el rubro de "efectivo" que utilizan las empresas para capital de trabajo.

Para calibrar su significado, respecto a variables de operación, se calculó el factor resultante de dividir sus inversiones financieras entre sus activos circulantes totales. Este factor en etapas de expansión productiva representa excedentes dinerarios sobre el capital de trabajo de los grupos, es decir sobrantes del circulante requerido para sus operaciones normales.

Mientras en 1977, año que correspondería a ese tipo de etapa expansiva, dicha proporción en promedio para los grupos era sólo de 2.3 por ciento, en 1985 representó el 32.7 por ciento, en 1986 el 40.3 por ciento y en 1987 el 47.3 por ciento (cuadro 1).

Si relacionamos las mismas inversiones financieras con el total de activos de los grupos encontramos que el promedio para 1977 era de 0.6 por ciento, mientras que en 1987 pasó al 18.3 por ciento.

Algunos grupos de minería y construcción destacan, junto con VISA, Kimberly Clark, CYDSA y DESC, por el volumen permanente de sus inversiones financieras con relación a su activo circulante. Sin embargo, el tamaño de la muestra no nos permite obtener conclusiones a nivel de rama o sector. El resto de los grupos presenta una tendencia a incrementarlas sustancialmente en 1986 y 1987.

Tres grupos pertenecientes a la construcción (Tolteca, Cementos Mexicanos y Cementos Guadalajara) mantienen siempre su proporción de activo circulante por encima del 50 por ciento, a lo que arribarán cinco grupos más en 1987.

Por otra parte, siete de ellos rebasarían o se acercarían, en ese mismo año, a tener una cuarta parte de sus activos totales invertidos en los mercados financieros. La inversión de ALFA destaca por su magnitud de 1.1 billones de pesos, cifra que equivale a sumar los activos totales de NACOBRE, Grupo Industrial San Luis y El Palacio de Hierro.

III. Las ganancias financieras: su impacto en los resultados corporativos

Los resultados de este análisis se desprenden de un conjunto de variables financieras y monetarias que son registradas contablemente por las empresas. Por razón del método de investigación seguido en este ensayo tuvieron que someterse a un reagrupamiento y a un ajuste de cifras que describiremos en cada caso.

CUADRO 1

INVERSIONES FINANCIERAS (millones de pesos corrientes)

Grupo	1987		1986		1985		
	Inversión financiera		Inversión financiera		Inversión financiera		
	total activo %	activo circulante %	total activo %	activo circulante %	total activo %	activo circulante %	
Ind. Resistol	131 309	16.9	41.0	40 740	38.3	12 178	28.5
Novum	144 891	27.4	53.7	25 781	43.3	n.d.	n.d.
Ind. Peñoles	442 580	26.3	45.3	100 773	29.5	37 723	26.5
Ind. Minera México	418 874	20.9	41.3	146 708	42.8	46 321	37.0
Ind. Frisco	36 813	7.6	40.2	20 575	45.6	1 785	11.1
Ind. San Luis	75 193	20.8	65.7	15 914	53.3	6 187	46.1
Nacobre	69 222	13.3	35.7	40 286	45.4	14 598	45.4
Ind. Tolteca	196 443	17.3	60.9	53 644	52.9	22 648	52.2
Cementos Mexicanos	366 121	14.1	51.2	114 005	59.3	40 065	55.5
Apasco	47 740	6.9	31.5	2 992	6.8	1 775	9.5
Cementos Guadalajara	116 069	24.4	69.2	32 237	62.7	10 339	52.6
Ind. Alfa	1 138 748	21.8	59.1	261 938	43.3	74 116	25.4
Visa	382 432	12.2	46.6	89 355	34.9	56 413	37.8
Vitro	416 271	10.7	36.8	130 717	28.9	69 353	34.5
Chrysler	431 231	29.6	55.9	97 991	37.6	20 123	17.8
Kimberly Clark	231 540	19.1	46.9	76 104	45.5	39 581	45.4
Ind. Bimbo	71 915	11.1	39.5	16 562	28.8	6 804	29.1
Condumex	148 021	15.8	34.6	53 385	34.8	14 067	19.4
El Palacio de Hierro	56 532	28.3	39.1	28 594	43.9	2 910	20.0
Cydsa	352 048	22.9	48.7	111 042	46.6	38 201	39.1
Desc	600 333	25.1	56.8	156 897	50.4	65 774	43.1
Unión Carbide	67 450	10.6	41.2	6 984	12.5	3 123	10.7
Total	5 941 776			1 623 224		584 084	
Promedio		18.3	47.3		40.3		32.7

FUENTE: Elaboración propia con base en datos contables de los Grupos; BMV.

a) Ganancias financieras netas

Las ganancias por inversiones en los mercados financieros provienen de dos fuentes: intereses, en el caso de valores de renta fija¹¹ y

¹¹ En su mayoría CETES pero también incluyen papel comercial, instrumentos de inversión ofrecidos por la banca, Petrobonos (combinación de interés y beneficios), etcétera.

CUADRO 1-A

INVERSIONES FINANCIERAS DE REFERENCIA: AÑO 1977
(porcentaje)

	Inversiones financieras total activo	Inversiones financieras activo circulante
Ind. Resistol	0.5	1.4
Ind. Peñoles	2.0	5.7
Ind. Frisco	0.06	0.1
Nacobre	0.04	0.1
Apasco	1.0	6.2
Vitro (antes Ficsa)	0.09	0.2
Cydsa	0.9	3.1
Unión Carbide	0.6	1.3
Promedio	0.6	2.3

FUENTE: Elaboración propia con base en datos contables de los Grupos; BMV.

rendimientos de naturaleza especulativa en el caso de valores de renta variable (compra-venta de acciones). Estas ganancias son una consecuencia directa de lo expuesto en el apartado anterior.

Además, algunos de los grupos obtuvieron ganancias extraordinarias que provienen de emisiones de tipo primario, registradas bajo el rubro de *primas por emisión*.

Estos tres rubros se presentan como información separada en las fuentes originales, por lo que procedí a integrarlos y después de restarles los gastos por intereses pagados –gastos financieros– les consideré como ganancias –o pérdidas– financieras netas. En todos los casos se trata de datos para el periodo anual correspondiente y no de cifras acumulativas.

Diez de los grupos considerados –45 por ciento de la muestra– obtuvieron durante 1987 ganancias financieras netas (cuadro 2). A un mayor volumen de inversiones en los mercados financieros no corresponde necesariamente un mayor volumen de ganancias financieras netas, ya que éstas dependen también de los gastos financieros por intereses pagados a los acreedores bancarios. Así, por ejemplo, de los grupos que más invirtieron en aquella esfera ALFA, DESC, Peñoles y Chrysler, sólo el primero y el tercero resultaron con un saldo positivo.

En el caso de ALFA, las ganancias logradas por emisión de 1.7 billones de pesos transformaron lo que hubiera sido negativo si

CUADRO 2

GANANCIAS FINANCIERAS
(millones de pesos corrientes)
1987

Grupo	Neto de intereses ganados y pagados	Ganancias de espe- culación	Ganancias de emisión	Ganancias (pérd.) fi- nancieras netas	Utilidad de ope- ración	% Ganancias financieras netas-utilidad operación
Ind. Resistol	72 258			72 258	87 750	
Novum	14 997	14 498	28 635	58 130	53 346	108.9
Ind. Peñoles	77 317	78 263		155 580	223 778	69.5
Ind. Minera México	99 398			99 398	137 759	72.1
Ind. Frisco	32 745			32 745	15 837	206.7
Ind. San Luis	48 929		22 564	26 365	20 205	
Nacobre	77 983			77 983	54 492	
Ind. Tolteca	124 844			124 844	92 555	
Cementos Mexicanos	47 064	104 884		151 948	177 211	85.7
Apasco	96 331			96 331	66 751	
Cementos Guadalajara	17 310	18 799		36 109	37 716	95.7
Ind. Alfa	1 045 444		1 746 764	701 320	416 508	168.3
Visa	1 199 911		51	1 199 860	129 021	
Vitro	312 153			312 153	370 835	
Chrysler	54 375			54 375	154 906	
Kimberly Clark	50 818			50 818	199 825	
Ind. Bimbo	15 925		20 695	36 620	89 408	40.9
Condumex	70 845	154		70 691	87 382	
El Palacio de Hierro	14 283*			14 283	27 463	52.0
Cydsa	218 229			218 229	201 303	
Desc	218 460	42 252	11 938	164 270	200 929	
Unión Carbide	38 301			38 301	32 987	116.1

* No se incluyen los intereses cobrados por razón de su giro comercial los cuales fueron sumados a su utilidad de operación.

FUENTE: Elaboración propia con base en datos contables de los Grupos; BMV.

tomamos en cuenta sólo la diferencia entre intereses pagados y ganados, lo que pone de manifiesto la importancia que tuvo para algunos grupos el *boom* del mercado accionario.

Otros cinco grupos, además de ALFA, aprovecharon esta coyuntura obteniendo sustanciosas ganancias de emisión: Novum, San Luis, VISA, Bimbo y DESC.

También seis grupos obtuvieron en ese año ganancias de naturaleza especulativa en la forma de compra-venta de acciones diversas: Novum, Peñoles, Cementos Mexicanos, Cementos Guadalajara, CONDUMEX y DESC.

La forma más apropiada para evaluar los resultados de la estrategia financiera de los grupos, en las condiciones de producción vigentes para el periodo, resulta de comparar sus ganancias financieras netas con los resultados de operación propias de su giro, una vez restados los costos respectivos (sin incluir los rubros financieros).¹² Lo anterior aparece en el cuadro 2, donde puede observarse que en seis de los casos aquellas tienen similar o mayor importancia que las ganancias de operación.

Es pertinente hacer notar que las pérdidas financieras netas, ahí donde se presentaron, hubieran sido mucho mayores —llevando incluso a los grupos a situaciones críticas— de no haber sido contrarrestadas por sus inversiones en el mercado financiero nacional.

b) Resultados financieros ajustados

Al mismo entorno económico que propicia los resultados financieros a que hemos hecho referencia, le son inherentes otros efectos de tipo monetario que se reflejan en los resultados finales de los grupos. Es indispensable tomarlos también en cuenta para apreciar en forma integral los factores extraproductivos que intervienen en el proceso.

En primer lugar, la situación financiera de los grupos se ve afectada por modificaciones en la paridad peso-dólar, dependiendo de los activos y los pasivos registrados en dólares, gravitando especialmente en forma negativa las porciones de endeudamiento bancario externo que no fueron refinanciadas a través del FICORCA.

En segundo lugar, los grupos son impactados por el efecto de su posición monetaria, que es un reflejo de la inflación y que proviene del hecho de mantener activos y pasivos monetarios que durante épocas inflacionarias ven disminuido su poder adquisitivo, al mismo tiempo que mantienen su valor nominal.

Es importante hacer notar que el elevado nivel de endeudamiento en pesos de los grupos impactó el efecto monetario en forma positiva.

La evaluación conjunta de estas variables monetarias con las financieras nos permite arribar, finalmente, a lo que se denominó el

¹² Ventas menos costos de operación = utilidades de operación menos rubros financieros y ganancias (pérdidas) extraordinarias = utilidades antes de impuestos.

“resultado financiero ajustado”.¹³ Se presentan en este ensayo los resultados para 1987 (cuadro 3).

El 59 por ciento de la muestra obtuvo un resultado positivo durante ese año en que parece consolidarse la tendencia al saneamiento financiero de los grupos, contrarrestando los efectos negativos que les representaba el peso de la deuda sólo unos cuantos años antes.

La única constante significativa que puede observarse para el caso de ganancias monetarias es que en general las más voluminosas corresponden a los grupos de mayor tamaño: ALFA, VISA, VITRO, DESC y Tolteca.

c) Política de reparto de dividendos

Las expectativas de tasas reales de interés, pero especialmente de ganancias espectaculares en el mercado accionario o en inversiones en dólares, influyen en las decisiones de las asambleas de accionistas y de los consejos de administración de los grupos para el reparto de dividendos que les permite, en lo individual, invertir en los mercados financieros correspondientes. En especial cuando las empresas tienen excedentes de tesorería —y en épocas anteriores acceso ilimitado al crédito— que cubren con creces las necesidades de reinversión programadas y los pagos de pasivo.

Para 1986 y 1987 el menú de inversiones financieras fue muy amplio y las expectativas cambiantes de una economía inestable exigían a los inversionistas como personas físicas contar con sumas considerables de efectivo para tener flexibilidad de inversión y poder obtener igualmente considerables ganancias.

De la muestra, dieciséis grupos (73 por ciento) repartieron dividendos en efectivo¹⁴ por un volumen que sumado se acerca a los 250 mil millones de pesos. Cuatro de ellos, FRISCO, VITRO, Kimberly Clark y El Palacio de Hierro repartieron dividendos por cantidades mayores a su reinversión en activos fijos (cuadro 4).

El total de dividendos repartidos por el conjunto representó el 21 por ciento de la reinversión productiva, pero si descontáramos al

¹³ Los grupos presentan un rubro denominado “costo integral de financiamiento” que incluye las variables de intereses, cambiaria y monetaria pero que tuvieron que ser ajustadas para incluir las ganancias especulativas y de emisión.

¹⁴ No considero en este ensayo el reparto de dividendos en forma de acciones. Este mecanismo, como se podrá demostrar en próximos trabajos, representa otra fuente extraordinaria de capitalización y ganancias en caso de su oferta pública a través de emisiones tipo secundario.

CUADRO 3
EFECTOS MONETARIOS
(millones de pesos corrientes)
1987

Grupo	Impacto cambiario	Impacto inflacionario	Resultado financiero ajustado
Ind. Resistol	20 778	48 091	3 389
Novum	6 446	17 254	46 822
Ind. Peñoles	11 454	24 450	143 584
Ind. Minera México	148 870	46 960	2 512
Ind. Frisco	8 298	19 870	60 913
Ind. San Luis	2 654	49 698	20 679
Nacobre	17 134	40 797	20 052
Ind. Tolteca	42 569	82 275	
Cementos Mexicanos	63 642	19 347	107 653
Apasco	52 810	126 291	22 850
Cementos Guadalajara	19 717	37 795	18 011
Ind. Alfa	1 949 385	2 700 999	1 452 934
Visa	530 371	1 265 642	464 589
Vitro		278 529	33 624
Chrysler	1 511	55 886	
Kimberly Clark	35 335	18 984	34 467
Ind. Bimbo	3 098	708	39 010
Conduxmex	20 538	26 759	23 394
El Palacio de Hierro		23 574	14 599
Cydsa	94 857	104 426	18 946
Desc	41 883	148 266	25 879
Unión Carbide	12 101	26 192	8

FUENTE: Elaboración propia con base en datos contables de los Grupos; BMV.

grupo Cementos Mexicanos que realizó una inversión cuantiosa, muy alejada del promedio, entonces aquella proporción se eleva al 31 por ciento.

IV. Los recursos y su aplicación productiva

El conocimiento sobre el grado de inversión productiva de las grandes corporaciones industriales en México durante los últimos años ha

CUADRO 4
APLICACIÓN DE RECURSOS DISPONIBLES
(millones de pesos corrientes)
1987

Grupo	Total de recursos disponibles	Inversión en activo fijo	Pago de pasivo bancario	Pago de dividendos
Ind. Resistol	414 856	27 106	117 588	14 894
Novum	68 496	24 432	85 725	3 449
Ind. Peñoles	390 323	41 569	89 055	
Ind. Minera México	175 417	12 150		10 900
Ind. Frisco	122 108	4 822	37 418	17 663
Ind. San Luis	176 562	16 015	45 461	
Nacobre	91 873	4 737	59 367	
Ind. Tolteca	387 209	16 484	172 612	7 514
Cementos Mexicanos	1 169 170	411 147	307 051	12 528
Apasco	168 000	18 258	194 265	
Cementos Guadalajara	127 117	4 507	18 119	1 489
Ind. Alfa	4 533 739	101 457		12 359
Visa	523 142	49 485	100	3 880
Vitro	581 443	79 661	472 680	88 000
Chrysler	529 522	146 273	13 440	
Kimberly Clark	334 164	22 777	20 397	27 987
Ind. Bimbo	99 917	47 457	5 927	10 140
Conduxmex	229 508	29 904	64 730	3 117
El Palacio de Hierro	42 665	1 216	10	1 318
Cydsa	734 675	40 395	385 251	8 764
Desc	415 551	51 987		22 237
Unión Carbide	62 219	20 117	2 365	
Total	11 377 676	1 168 956	2 121 561	246 239

NOTA: En algunos casos la suma de aplicaciones de recursos es mayor que el total de recursos generados disponibles por que se hizo uso del capital de trabajo.

FUENTE: Elaboración propia con base en datos contables de los Grupos; BMV.

cochado gran importancia, pues nos remite a la capacidad de respuesta —y su velocidad— ante posibles incrementos en la demanda y sus efectos sobre el nivel de precios.

La inversión conjunta de la muestra en activos fijos durante 1987 fue cercana a los 1.2 billones de pesos, destacando por su participación cuatro de los seis grupos con mayor volumen de activos: Cementos Mexicanos, Chrysler, ALFA y VITRO (cuadro 4).

Una forma que permite evaluar el componente de inversión productiva en la estrategia de acumulación de los grupos consiste en relacionar aquella con los recursos dinerarios totales disponibles para cada periodo.¹⁵

Cuando analizamos su evolución para un período de catorce años (1974 a 1987) encontramos diferencias claras de comportamiento

CUADRO 5

PROPENSIÓN A LA INVERSIÓN PRODUCTIVA
DE LOS RECURSOS DISPONIBLES
(por ciento promedio anual)

Grupo	Rama o Sector	periodo 74-76	periodo 77-83	periodo 84-87	año 1987
Novum	petroquímica	53	67	27	35.6
Cementos Mexicanos	construcción	47	63	43	35.1
Chrysler	automotriz	41	90	30	27.6
Apasco	construcción	68	62	8	10.8
Nacobre	minera	n.d.	119*	4	5.1
Tolteca	construcción	8	74	6	4.2
Frisco	minera	31	30	7	3.9
Cementos Guadalajara	construcción	20	70	16	3.5
Bimbo	alimenticia	n.d.	54	42	47.0
Unión Carbide	petroquímica	81	47	22	32.3
Vitro	vidriera	34	n.d.	22	13.7
Desc	diversos	n.d.	n.d.	18	12.5
Condumex	electrónica	41	28	16	11.7
Peñoles	minera	65	30	14	10.6
Visa	diversos	n.d.	50	17	9.4
San Luis	minera	68	25	16	9.0
Minera México	minera	n.d.	n.d.	16	6.9
Kimberly Clark	papelera	54	45	6	6.8
Resistol	química	84	36	23	6.5
Cydsa	química	66	29	8	5.4
Alfa	diversos	n.d.	38	4	2.2

* Significa que además del total de recursos disponibles usó su capital de trabajo.

FUENTE: Elaboración propia con base en datos contables de los Grupos; BMV.

¹⁵ Las fuentes principales de recursos disponibles para cada periodo son: utilidades, depreciación, aportaciones y crédito.

entre los grupos y en especial con relación a una rama. Con base en ello procedía una estratificación, tal como se presenta en el cuadro 5.

En el primer estrato están incluidos aquellos grupos que incrementaron sustancialmente el destino de sus recursos disponibles hacia la inversión fija, o bien la mantienen prácticamente constante, en la etapa de 1977 a 1983 con respecto a la que va de 1974 a 1976, para posteriormente volverla a reducir —en algunos casos drásticamente— entre 1984 y 1987. Se trata por lo tanto de un estrato definido por tres etapas muy marcadas.

Resulta significativo que estén incluidos todos los grupos de la rama de construcción que fue la más sensible al *boom* petrolero (1977-1981). Los demás grupos pertenecen, uno a la rama automotriz, otro a la petroquímica y dos más al sector minero —incluyendo a NACOBRE por la referencia al único dato conocido de la primera etapa, 20 por ciento en 1976, y su relación con el alto nivel de inversión presentado durante la segunda.

Las caídas más pronunciadas en la inversión de 1984 y años subsiguientes fueron para las empresas mineras y de construcción con la excepción de Cementos Mexicanos.

En el segundo estrato, que representa al 66.6 por ciento de la muestra ajustada —pues se excluye a El Palacio de Hierro por razón de su giro— la tendencia a declinar la proporción de inversión es constante durante los catorce años. Esto confirma que el breve impulso petrolero no logró dinamizar a todas las ramas.

Si tomamos al conjunto de los grupos, el promedio de uso de recursos para inversión en activos fijos declina en forma generalizada durante 1984-1987 hasta niveles muy bajos en la mayoría de los casos. Sólo tres empresas mantuvieron un promedio por encima del 30 por ciento (Cementos Mexicanos, Bimbo y Chrysler) y únicamente Novum y Unión Carbide mostraron en el año de 1987 una tendencia a incrementarla. Estos cinco grupos alcanzan un rango del 27 al 47 por ciento durante ese último año.

Esto debe llamarnos la atención sobre el hecho de que algunos grupos han mantenido un nivel de inversión con cierta constancia.

Otros siete grupos se sitúan en 1987 dentro de un rango de 9 a 14 por ciento y nueve más entre 2 y 7 por ciento, ambos muy bajos con relación al primero.

Ahora bien, la caída generalizada durante 1984-1987 coincide precisamente con el periodo en que los recursos dinerarios de los

grupos tienden a incrementarse y en el cual se expanden sus volúmenes de exportación.

La explicación a esta aparente contradicción se encuentra en que: a) precisamente a partir de 1984 la estrategia financiera se inclinó a fuertes inversiones en los mercados financieros internos aprovechando su inflación; b) para incrementar sus exportaciones parecen haber bastado las devaluaciones del peso y la contención salarial. Aunque el factor productividad todavía no es posible ponderarlo en este nivel de la investigación como para descartarlo por completo y para todos los casos; y c) los excedentes de tesorería fueron aprovechados en 1987 —y a continuación durante 1988 y 1989— para reducir sus pasivos bancarios con base en pagos anticipados del capital (cuadro 4). La suma de dichos pagos por el conjunto de la muestra durante 1987 ascendió a 2.1 billones de pesos, casi el doble de la inversión en activos fijos. La aplicación de recursos dinerarios disponibles para pagos de pasivos bancarios fue superior a los de reinversión en un 54.5 por ciento de los casos.

Conclusiones

Las estrategias corporativas de carácter financiero no son fenómenos nuevos a escala mundial. En cambio, la desarticulación del capital dinero de la esfera productiva para su inversión en valores financieros, en las proporciones que hemos analizado, se ha generalizado en un periodo relativamente reciente. Para que dicha situación se concretara, los grupos de capital financiero tuvieron necesariamente que arribar a elevados niveles de acumulación y la coyuntura económica haber presentado una tendencia a la sobrevaloración de los mercados financieros, tanto local como internacionales.

En países en desarrollo y con crisis internas de producción, como México, el fenómeno trae consigo consecuencias graves de desarticulación de las principales variables de su economía, a la par que agudiza el ya de por sí fuerte proceso de concentración de capital lo mismo en las áreas productivas que financieras y amplía la brecha de distribución del ingreso.

Los grupos que comandan el proceso de reproducción de capital en México, apoyados firmemente por la política económica del Estado, han implementado una estrategia que les ha permitido, en la crisis,

devenir como el sector más fortalecido y con más poder de decisión en los destinos del país.

La estrategia, para una muestra representativa de dichos grupos, se resume en que, durante 1987, de 11.3 billones de pesos de recursos generados disponibles, se destinaron 1.1 billones a inversión productiva, 2.1 billones a pago de pasivo bancario, 250 mil millones a reparto de dividendos y 5.9 billones se retenían a fin del año como inversiones en valores financieros.

Las opciones financieras en este marco, en el cual los grupos son actores principales, se continúan reforzando unas a otras: después del desplome de la Bolsa de Valores de México en octubre de 1987, los precios de las acciones bajaron a tal nivel —en muchos casos muy por debajo de su valor nominal registrado contablemente— que una de las expectativas de reutilización más atractivas ha sido la recompra por los grupos de sus propias acciones a precios de ganga. Hecho que se ha presentado durante los últimos dos años. Aquéllas serán ofertadas públicamente cuando hayan recobrado y probablemente rebasado su nivel real y por supuesto con la suficiente anticipación a una nueva caída. La inversión productiva, en las condiciones actuales, difícilmente puede competir con estas expectativas de ganancia.

Sin embargo, aun con los beneficios que la estrategia ha reportado a los grupos, ésta tiene límites muy precisos que afectan al conjunto de la economía y a ellos mismos, con riesgo de quedar desfasados de la competencia internacional e inmersos en un mercado interno deprimido crónicamente.

Por ello sería erróneo evaluar esta modalidad financiera como una tendencia a largo plazo. Las necesidades del sistema en su conjunto forzosamente muestran una orientación a recuperar el destino productivo de los recursos sobre nuevas bases, específicamente de modernización de la planta productiva y de nuevos métodos de organización del trabajo —cuyas implicaciones sociales no han sido objeto de este ensayo.

No obstante, el potencial financiero de los grupos está imprimiendo condicionamientos y especificidades a la nueva orientación, cualquiera que ésta sea, como lo demuestra el contenido de los diversos Pactos explícitos o implícitos, suscritos hasta la fecha.

FE DE ERRATAS
Estas páginas sustituyen a las
páginas 97 y 100.

CUADRO 2

GANANCIAS FINANCIERAS
(millones de pesos corrientes)
1987

Grupo	Neto de intereses ganados y pagados	Ganancias de especulación	Ganancias de emisión	Ganancias (pérd.) financieras netas	Utilidad de operación	% Ganancias financieras netas-utilidad operación
Ind. Resistol	(72 258)			(72 258)	87 750	
Novum	14 997	14 498	28 635	58 130	53 346	108.9
Ind. Peñoles	77 317	78 263		155 580	223 778	69.5
Ind. Minera México	99 398			99 398	137 759	72.1
Ind. Frisco	32 745			32 745	15 837	206.7
Ind. San Luis	(48 929)		22 564	(26 365)	20 205	
Nacobre	(77 983)			(77 983)	54 492	
Ind. Tolteca	(124 844)			(124 844)	92 555	
Cementos Mexicanos	47 064	104 884		151 948	177 211	85.7
Apasco Cementos	(96 331)			(96 331)	66 751	
Guadalajara	17 310	18 799		36 109	37 716	95.7
Ind. Alfa	(1 045 444)		1 746 764	701 320	416 508	168.3
Visa	(1 199 911)		51	(1 199 860)	129 021	
Vitro	(312 153)			(312 153)	370 835	
Chrysler	(54 375)			(54 375)	154 906	
Kimberly Clark	(50 818)			(50 818)	199 825	
Ind. Bimbo	15 925		20 695	36 620	89 408	40.9
Condumex	(70 845)	154		(70 691)	87 382	
El Palacio de Hierro	14 283*			14 283	27 463	52.0
Cydsa	(218 229)			(218 229)	201 303	
Desc	(218 460)	42 252	11 938	(164 270)	200 929	
Unión Carbide	38 301			38 301	32 987	116.1

* No se incluyen los intereses cobrados por razón de su giro comercial los cuales fueron sumados a su utilidad de operación.

FUENTE: Elaboración propia con base en datos contables de los Grupos; BMV.

tomamos en cuenta sólo la diferencia entre intereses pagados y ganados, lo que pone de manifiesto la importancia que tuvo para algunos grupos el *boom* del mercado accionario.

Otros cinco grupos, además de ALFA, aprovecharon esta coyuntura obteniendo sustanciosas ganancias de emisión: Novum, San Luis, VISA, Bimbo y DESC.

CUADRO 3

EFFECTOS MONETARIOS
(millones de pesos corrientes)
1987

<i>Grupo</i>	<i>Impacto cambiario</i>	<i>Impacto inflacionario</i>	<i>Resultado financiero ajustado</i>
Ind. Resistol	20 778	48 091	(3 389)
Novum	6 446	(17 254)	46 822
Ind. Peñoles	11 454	(24 450)	143 584
Ind. Minera México	(148 870)	46 960	(2 512)
Ind. Frisco	8 298	19 870	60 913
Ind. San Luis	(2 654)	49 698	20 679
Nacobre	17 134	40 797	(20 052)
Ind. Tolteca	42 569	82 275	0
Cementos Mexicanos	(63 642)	19 347	107 653
Apasco	(52 810)	126 291	(22 850)
Cementos Guadalajara	19 717	(37 795)	18 011
Ind. Alfa	(1 949 385)	2 700 999	1 452 934
Visa	(530 371)	1 265 642	(464 589)
Vitro	0	278 529	33 624
Chrysler	(1 511)	55 886	0
Kimberly Clark	35 335	(18 984)	(34 467)
Ind. Bimbo	3 098	(708)	39 010
Condumex	20 538	26 759	(23 394)
El Palacio de Hierro	0	(23 574)	14 599
Cydsa	94 857	104 426	18 946
Desc	41 883	148 266	25 879
Unión Carbide	(12 101)	(26 192)	8

FUENTE: Elaboración propia con base en datos contables de los Grupos; BMV.

grupo Cementos Mexicanos que realizó una inversión cuantiosa, muy alejada del promedio, entonces aquella proporción se eleva al 31 por ciento.

IV. Los recursos y su aplicación productiva

El conocimiento sobre el grado de inversión productiva de las grandes corporaciones industriales en México durante los últimos años ha