

CRITICA A LA TEORIA DEL AUTOFINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA OLIGOPOLICA

José Luis Manzo.

INTRODUCCION

El objetivo central del presente trabajo es discutir el Principio del Autofinanciamiento de la gran empresa postulado por algunos teóricos del oligopolio y verificar su grado de validez, a la luz de la evidencia empírica, para el caso de la industria manufacturera mexicana.

En el apartado 1 se discute el concepto de capital, lo que resulta indispensable para precisar lo que se entiende por financiamiento de la firma. En el apartado 2 se analiza brevemente la evolución de la teoría económica tradicional. Asimismo se presentan los aspectos generales de la teoría moderna del oligopolio y se discuten las principales ideas acerca de la estrategia financiera de la gran empresa, particularmente el Principio del Autofinanciamiento. Además, se formulan algunas críticas a dicho Principio y se realiza una medición empírica aproximativa de su grado de validez para el caso de México, medición que se complementa con otras realizadas en el apartado 3. Como la información estadística utilizada está referida sólo a las filiales de empresas extranjeras que operan en la industria manufacturera de México, en la primera sección del apartado 3 se analizan brevemente sus principales características y los lineamientos generales de su estrategia financiera. En las secciones 3.2, 3.3, y 3.4 se presentan las limitaciones de la información estadística y la metodología utilizada en su manejo, y en la última se analizan los principales resulta-

dos obtenidos de la investigación empírica. Dichos resultados nos permiten, además de medir en un sentido más amplio el grado de autofinanciamiento de las filiales de empresas extranjeras, hacer algunos señalamientos sobre planteamientos teóricos formulados acerca de la política financiera de la matriz respecto a sus filiales y sobre el comportamiento financiero de éstas en los países en que operan.

Gran parte de la información utilizada en este trabajo fue proporcionada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, particularmente la referida al total de empresas extranjeras que operan en la industria manufacturera; dicha información cubre los años 1965, 1966, 1970 y de 1973 a 1978. Asimismo, hacemos referencia a los resultados obtenidos en una investigación anterior en base a una muestra representativa de 82 empresas extranjeras, la cual cubre el período 1970-1974.

1. EL PROBLEMA DEL CONCEPTO DE CAPITAL.

No es posible abordar el tema del financiamiento sin antes precisar el concepto de capital y por lo tanto el de inversión que se va a utilizar. Ello es necesario para evitar las confusiones en las que frecuentemente se cae respecto al sentido y alcance de las aseveraciones que se formulan sobre la problemática financiera de la economía y empresa capitalistas.

1.1. *El capital como relación social determinada.*

En primer término, el concepto de capital denota una relación social particular que los hombres establecen entre sí para llevar a cabo el proceso de reproducción material de la sociedad. La particularidad de esta relación social consiste en que el proceso de trabajo se convierte en un proceso de producción de valor. Así, el objetivo de la producción capitalista será el de producir valores de cambio a través de la producción de mercancías.

El análisis del capitalismo debe empezar por el estudio de la forma general del capital, esto es, de las leyes que rigen los procesos de producción y de acumulación de plusvalor. No es posible explicar correctamente la lógica de comportamiento de los capitales individuales y de la competencia que entre ellos se establece en el mercado, sin antes comprender que la esencia del capital en general es la producción de plusvalía y que, por lo tanto, el comportamiento de la empresa individual, la formación de los precios y demás relaciones de mercado sólo pueden ex-

plicarse a partir del análisis de la relación capital-trabajo. El deseo de obtener ganancias es el motor esencial de la economía capitalista, lo que origina la competencia. Pero ésta no crea ni establece leyes por sí misma; tan sólo permite su manifestación¹.

Por lo anterior, las explicaciones del capitalismo que se formulan a partir del estudio de la empresa individual y del mercado, al centrar su atención sólo en los resultados, en lo que aparece sobre la superficie del proceso capitalista de producción, generan una visión distorsionada de la manera en que éste opera.

1.2. El capital como proceso de producción de plusvalía.

En tanto proceso de creación de valor, el capital puede ser constante o variable. Capital constante es aquél que no crea valor y que se limita a transferir a las mercancías producidas todo el valor que encierra. Capital variable es la parte del capital dinerario invertido en la compra de fuerza de trabajo humana, la única que es capaz de crear valor, de generar su propio valor y un valor excedente, que también transfiere a las mercancías en cuya producción participa.

Desde el punto de vista de su rotación, el capital se clasifica como fijo y circulante. Capital fijo es aquél que no se agota totalmente en un ciclo productivo, que transfiere a las mercancías producidas el valor que encierra en varios ciclos de producción. Como contrapartida, capital circulante es aquél que se agota totalmente en cada ciclo productivo.

Ahora bien, el ciclo del capital industrial, su proceso de circulación, cubre dos etapas, mediando entre ellas el proceso de producción. En la primera, el capital dinero de que dispone la firma —sin importar su distribución entre capital propio y ajeno— es utilizado en la compra de la fuerza de trabajo y los medios de producción necesarios para llevar a cabo el proceso productivo; el capital dinero se transforma en capital productivo. Durante el proceso productivo, las mercancías originarias son consumidas productivamente; como resultado de ello aparece una masa de mercancías nuevas, que cualitativamente son diferentes y encierran un valor mayor al de aquellas. El capital industrial, bajo la forma de capital mercan-

¹ Véase David S. Yaffe, *La teoría marxista del capital y del Estado*, en "El Estado y el Marxismo Contemporáneo", Ed. Maspero. (Traducido al español por el Seminario de Desarrollo de la Facultad de Economía de la UNAM).

Paul Mattick, *Marxismo y capital monopolista*, en "Críticas de los Neo Marxistas", Ed. Península, 1977 Barcelona.

cías, reanuda su proceso de circulación. En esta segunda etapa se realizan las mercancías producidas; el capital industrial deja la forma de capital mercancías y retorna a la forma de capital-dinero, pero ya incrementado².

Si hacemos abstracción de la existencia del crédito, la empresa debe cubrir con recursos propios la inversión total; esto es, debe destinar una parte de su capital dinero a la compra de maquinaria, equipo e instalaciones y la otra a la compra de materias primas y fuerza de trabajo. Aceptando la existencia del crédito, en cuanto a la generación de plusvalía el proceso no se altera, aunque sí en cuanto a la distribución de ésta y en cuanto a la dinámica del proceso de acumulación. El uso del crédito permite a la empresa potenciar su propio capital y acceder a mayores niveles de acumulación y producción³; pero hace surgir también la disputa entre el capital industrial y el capital financiero por la distribución de la masa de ganancia generada.

Con el surgimiento y desarrollo del crédito, el dinero —en cuanto que por su forma puede llegar a ser capital, a producir plusvalía— se convierte en una mercancía más que se compra y se vende a un determinado “precio”: la tasa de interés. Como aquí el capital se nos revela bajo su forma dineraria, aparentemente todo capital es dinero y todo dinero es capital; cuando lo que caracteriza al dinero como forma funcional del capital es el hecho de que se invierta en la compra de los elementos del capital productivo. En otros términos, el dinero llega a ser capital en tanto se invierte, no en tanto que se gaste.

1.3. El concepto de capital en la Teoría del Oligopolio; exposición y crítica.

En los teóricos del oligopolio la forma del capital industrial que más se enfatiza es la de capital productivo y, en cuanto al proceso de rotación del capital, centran su atención en el capital fijo, dejando de lado el capital circulante. Así, su concepto de capital se limita al de capital fijo; pero al poner énfasis en el proceso de rotación del capital, se deja de lado el análisis del capital como proceso de producción de plusvalía, que es lo que da el verdadero sentido al concepto de capital. De esta manera se oscurece el origen del valor y de la plusvalía.

Así como el enfatizar la forma dineraria del capital conduce a la noción falsa de que todo dinero es capital, el enfatizar la forma productiva del capital conduce —a

³ Véase: R. Hilferding, *El capital financiero*, 1a. parte, Ed. El Caballito, México, 1973.

² C. Marx, *El Capital*, Ed. FCE, México, 1968, Tomo II, Cap. 1o.

los teóricos del oligopolio— a la noción falsa de que sólo el capital fijo es capital. En realidad, esta noción de capital no es exclusiva de estos autores; siempre ha sido la base de la teoría neoclásica tradicional, la que concibe que la producción social de bienes y servicios se realiza utilizando los “factores productivos” capital y trabajo, los que reciben, conforme a su productividad marginal, la retribución “justa y legítima” que les corresponde por su participación en el proceso productivo. En esta teoría se denomina capital sólo a la inversión de los empresarios en activos fijos con el fin de separarlo de la inversión en fuerza de trabajo y hacer aparecer a los dos como factores productivos independientes con cuya concurrencia en la producción se genera un “valor agregado” al que ambos tienen legítimo derecho, cuando en realidad, dicho valor agregado —valor nuevo— sólo pudo ser generado por la fuerza de trabajo. Esta es una de las cuestiones de fondo que están detrás de dicha noción de capital.

Partiendo de este concepto de capital, la expansión de la empresa es entendida en términos del incremento de la “capacidad productiva”. Es por ello que, en algunos teóricos del oligopolio, el análisis de la problemática financiera de la empresa se reduce a los mecanismos que permiten a la firma obtener recursos para financiar la adquisición de nueva maquinaria, equipo e instalaciones a lo largo del tiempo. El análisis sobre la manera en que las empresas financian la compra de materias primas y fuerza de trabajo ni siquiera es abordado⁴.

Pero la acumulación de capital se realiza tanto en los elementos del capital fijo como en los correspondientes al capital circulante; aquélla se expresa en el crecimiento de ambos, no sólo en el crecimiento del primero; y el incremento de uno implica el incremento del otro, aunque no necesariamente en la misma proporción. Por tanto, el análisis del financiamiento de la acumulación de capital, esto es, del financiamiento de la inversión, debe referirse a la manera en que la empresa financia el crecimiento simultáneo de ambos.

El capital industrial que posee toda empresa productiva se encuentra expresado en sus diferentes formas: como capital dinero o “activos líquidos” —efectivo e inversiones en valores—, como capital productivo —activos fijos, materias primas y fuerza de trabajo contratada— y como capital mercancías —productos terminados y en proceso. Ese es el capital que posee. Por lo tanto, el análisis financiero de la empresa debe estar enfocado a la manera en que financia todo ese capital. Y ese

⁴ Véase por ejemplo: Alfred S. Eichner, *The Megacorp and Oligopoly*, Cambridge University Press, New York, 1976, cap. 3.

capital, como ya lo hemos dicho, es financiado en parte con recursos propios y en parte con recursos ajenos (crédito). En consecuencia, sólo tiene sentido referirnos al autofinanciamiento de la empresa en términos de la proporción en que financia el capital total poseído —o capital industrial, en sus diferentes formas— mediante recursos propios.

Como resumen de la discusión anterior podemos concluir que:

- a) Desde el punto de vista del financiamiento, capital es todo aquel monto de recursos monetarios que se destina a la compra de medios de producción y fuerza de trabajo con fines de realizar el proceso de producción de plusvalía, sin importar si son recursos propios y/o ajenos a la empresa.
- b) Desde el punto de vista de su rotación, capital es toda forma en la que toma cuerpo el capital dinero invertido; no sólo aquella que define lo que entendemos por "capacidad productiva instalada", —capital fijo—, sino también el valor de las materias primas y de la fuerza de trabajo contratada —capital circulante.

Por limitaciones de la información estadística no será posible basar nuestro análisis empírico del proceso financiero de la empresa sobre el concepto amplio de capital expresado en el último inciso. Las razones de lo anterior se presentan en forma detallada en el apartado 3.

2. TEORIA DEL OLIGOPOLIO Y ESTRATEGIA FINANCIERA DE LA GRAN EMPRESA.

Una vez discutidos los conceptos de capital y de autofinanciamiento, en este apartado se presentan los aspectos generales de la teoría del oligopolio y se analiza el Principio del Autofinanciamiento de la gran empresa postulado por algunos autores. Asimismo, se apuntan algunos elementos que ponen en duda la validez no sólo de la existencia de un alto grado de autofinanciamiento en sí ⁵, sino también de los argumentos que dan sustento a dicho principio.

⁵ Más adelante, en la sección 3 de este apartado se especifica lo que se entiende por "alto grado de autofinanciamiento".

2.1. Evolución de la teoría económica tradicional.

Ante la fuerza de los hechos, la teoría económica tradicional no ha tenido más remedio que intentar "modernizar" su cuerpo teórico, tanto el referido a la "Macroeconomía" como el que concierne a la "Microeconomía".

En el plano macroeconómico, la gran crisis de 1929-1932 evidenció la incapacidad de la teoría neoclásica tradicional para explicar satisfactoriamente el funcionamiento de las economías capitalistas. No era posible seguir hablando de tendencia al pleno empleo cuando el mundo capitalista enfrentaba la gran depresión.

Sin embargo, la "revolución keynesiana" permitió rehabilitar dicha teoría: la economía de mercado con la ayuda de la planificación y del gasto gubernamentales sería capaz de mantenerse en continuo crecimiento, evitando así el estancamiento. Pero más temprano que tarde se mostraron las limitaciones del gasto estatal como estímulo a la actividad económica a través de la creación de demanda efectiva; la actual crisis, que combina desempleo y estancamiento con inflación, ha evidenciado los límites de las formulaciones neo-keynesianas ⁶.

En lo que se refiere al campo de la microeconomía, se ha modernizado la explicación acerca del comportamiento y naturaleza de la empresa capitalista individual, sustituyéndose prácticamente el esquema de competencia perfecta por el de concurrencia oligopólica, que estudiaremos en el siguiente apartado.

Estas versiones de la Macroeconomía y de la Microeconomía, aunque se desarrollan en planos diferentes, son complementarias en cuanto al papel del Estado en la economía. Mientras que a nivel macroeconómico Keynes plantea la posibilidad de estimular la actividad económica vía gasto gubernamental, a nivel microeconómico se incorpora al análisis la existencia del Estado, cuya injerencia en la economía no puede ir en contra de los objetivos de la gran empresa, por lo que las Leyes Antimonopolio en la práctica resultan ser inofensivas ⁷. De esta forma el Estado no "estorba" la operación de las grandes empresas oligopólicas y al mismo tiempo estimula su expansión al incrementar y canalizar su gasto hacia la producción de aquéllas.

Sin embargo, la intervención económica del Estado basada en los postulados neo-keynesianos ha perdido terreno en el debate teórico e ideológico sustentado con los monetaristas por las dificultades crecientes que enfrentan aquéllos para explicar adecuadamente los problemas macroeconómicos actuales y por su incapa-

⁶ P. Mattick, "Marxismo: Ayer, Hoy y Mañana", en *Nueva Política*, Vol. 11 No. 7, 1979, México.

⁷ Alfred S. Eichner, *op. cit.*, Cap. III.

cidad para resolverlos mediante sus recomendaciones de Política Económica.

Es conocida la gran influencia que la corriente neoconservadora ha ganado en la actual Administración Reagan y en la definición de la política macroeconómica para los Estados Unidos. En términos generales esta corriente propone el control de la intervención del Estado en la Economía puesto que "... la base de los males económicos (...) se encuentra en la pérdida progresiva de incentivos, consecuencia del incremento en la actividad económica del Estado, tanto en lo que toca a la regulación como en lo que se refiere a un gasto público mayor y, por consiguiente, a un nivel más alto de imposición"⁸.

Por otro lado se señala que los programas de bienestar social impulsados por el Estado representan mayores costos de producción —vía impuestos— para las empresas, lo que desestimula la inversión y la generación de nuevas fuentes de empleo y reduce la competitividad de la economía norteamericana frente a Japón y algunos países europeos como Alemania y Francia.

La misma argumentación —aunque con especificidades distintas— es manejada en México por la corriente neo-liberal, que puede identificarse como expresión del grupo empresarial: la creciente intervención estatal en la economía crea desconfianza y desestimula la inversión; el financiamiento del creciente déficit estatal vía emisión primaria genera presiones inflacionarias que interfieren en el funcionamiento armónico de la economía. Por ello, si hay problemas para mantener el "sano" financiamiento del gasto estatal, debe reducirse éste, pero en los rubros poco importantes, como el de bienestar social. El aparato estatal mexicano —se continúa diciendo— ha crecido enormemente; "... al tratar de responder (el Estado) a las demandas sin medida de los grupos sociales mayoritarios, no sólo ha absorbido porciones crecientes de recursos financieros que de otra forma se hubieran dedicado a la acumulación, sino que ha incurrido en un déficit desmedido y, en consecuencia, inflacionario"⁹.

2.2. Aspectos generales de la Teoría Moderna del Oligopolio.

La teoría del oligopolio no es más que un esfuerzo de la teoría económica tradicional por modernizar las primeras versiones de la microeconomía. Los desarrollos

⁸ Roberto Bouzas, "La Política Económica del Gobierno Republicano: contenidos, obstáculos y proyectos", en *Cuadernos Semestrales, Estados Unidos: Perspectiva Latinoamericana*, No. 9, CIDE, 1981, p. 70.

⁹ R. Cordera y C. Tello, *México, la disputa por la nación*, Ed. S. XXI, México, 1981, p. 80. Una exposición concisa de esta corriente neo-liberal se presenta en el capítulo 3 de este libro.

de la teoría de la empresa posteriores a los esquemas de la competencia perfecta y del monopolio puro apuntaron a la formulación de una nueva teoría sobre el comportamiento de la empresa individual y la naturaleza del mercado en que operaba ésta; formulación en la que se rebasaban los estrechos márgenes de las dos interpretaciones alternativas existentes y se relajaban algunos de los supuestos asumidos en ellas. Por ejemplo, el profesor Chamberlin¹⁰ reconocía que la mayor parte de las empresas operaba en una estructura de mercado que contenía tanto elementos del modelo de competencia perfecta como del de monopolio puro. Por ello, su objetivo era desarrollar una "teoría de la competencia monopolista" que diera cuenta de tal situación. Las aportaciones de Joan Robinson¹¹ apuntaron en el mismo sentido.

No es objeto del presente trabajo hacer un análisis de las aportaciones de los autores antes mencionados¹²; baste señalar tan sólo que estos primeros desarrollos de la teoría del oligopolio y de la competencia imperfecta en buena medida continúan ligados al esquema de competencia perfecta —aunque en distinto grado—¹³.

Más bien, nos interesa hacer algunos señalamientos sobre los planteamientos generales de varios autores que convencionalmente han sido ubicados dentro de lo que se ha dado en llamar "Teoría Moderna del Oligopolio" con el objeto de diferenciarlos de los primeros desarrollos de las teorías del duopolio y de la competencia imperfecta. Pero fundamentalmente nuestro interés se centra en el análisis de sus planteamientos respecto al comportamiento financiero de la gran empresa. Ello se realiza en el siguiente apartado.

Autores como M.A. Utton¹⁴, J. Bain¹⁵, Sylos Labini¹⁶, J. Steindl¹⁷, F.M. Scherer¹⁸, A. Wood¹⁹ y A. Eichner²⁰, entre otros, han aportado elementos que permiten conformar una interpretación más o menos homogénea acerca de la naturaleza y comportamiento de la gran empresa industrial así como de las caracte-

¹⁰ E. H. Chamberlin, *La Teoría de la Competencia Monopolística*, Ed. FCE, 1946.

¹¹ J. Robinson, *Economía de la Competencia Imperfecta*, Ed. Martínez Roca, 1976.

¹² Al respecto pueden consultarse, además de los propios autores, a. F. M. Scherer, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Rand-Mc Nally, Chicago, 1970, y A. Koutzoyiannis, *Modern Microeconomics*, The Mac Millan Press Ltd., Londres, 1975, entre otros.

¹³ Véase F. M. Scherer, *op. cit.*, cap. V.

¹⁴ M. A. Utton, *La concentración Industrial*, Alianza Editorial, Madrid, 1975.

¹⁵ J. Bain, *Organización industrial*, Ed. Omega, Madrid, 1963.

¹⁶ P. Sylos Labini, *Oligopolio y Progreso Técnico*, Ed. Oikos-Tau, Barcelona, 1966.

¹⁷ J. Steindl, *Madurez y estancamiento en el capitalismo norteamericano*, Ed. S. XXI, México, 1979.

¹⁸ F. M. Scherer, *op. cit.*

¹⁹ A. Wood, *A Theory of Profits*, Cambridge University Press, 1975.

²⁰ A. S. Eichner, *op. cit.*

rísticas de los mercados oligopólicos en que operan²¹. Dichas interpretaciones niegan la validez de los supuestos básicos del modelo de competencia perfecta. Se reconoce que la actual empresa capitalista ya no es atomizada ni tomadora de precios y que su gran tamaño le permite influir en la fijación de éstos; que su objetivo no es única ni necesariamente siempre la maximización de las ganancias; que entre dichas firmas existen relaciones de interdependencia, por lo que las acciones ejecutadas individualmente por una empresa pueden provocar reacciones en el resto de las firmas de la industria, reacciones cuyo resultado puede ser nocivo para todas, y que aquélla debe considerar antes de actuar. En cuanto a la estructura industrial o de mercado donde operan estas firmas, se destaca la existencia de altos niveles de concentración y de barreras a la entrada, así como la presencia de productos heterogéneos al interior de un mismo mercado, heterogeneidad que es el resultado de las prácticas de diferenciación de productos, que constituyen la forma más significativa de competencia entre las empresas una vez reconocidos los efectos perjudiciales que para todas las empresas de la industria acarrea la competencia vía precios, la cual es abandonada como práctica común.

2.3. El Principio del Autofinanciamiento.

En el campo financiero, las formulaciones de estos autores —en particular de A. Wood²² y A.S. Eichner²³— están basadas en el rechazo al planteamiento neoclásico respectivo. Según este último, existe un mercado de fondos prestables en el que la empresa puede obtener a la tasa de interés vigente la cantidad de recursos que necesite —cualquiera que sea su monto— para realizar una nueva inversión o para ampliar su planta productiva ya existente. El financiamiento de la inversión no es el problema; con tal de que la tasa esperada de rendimiento de la inversión sea superior a la tasa de interés vigente, se realizan las inversiones. En consecuencia, dada la enorme facilidad para obtener recursos ajenos, no es indispensable participar con capital propio en el financiamiento de los proyectos de inversión; no se requiere que la empresa destine parte de los beneficios obtenidos al financiamiento de su expansión. Como vemos, en esta teoría el empresario no es un verdadero capitalista, pues para ser tal es indispensable poseer capital propio y participar con

²¹ Nuestros señalamientos sobre la teoría del oligopolio estarán referidos en los fundamentos a los autores antes mencionados.

²² A. Wood, *op. cit.*

²³ A. S. Eichner, *op. cit.*

él en el proceso productivo; ello resulta irrelevante en esta formulación.

Por su parte, los teóricos del oligopolio analizados han rechazado la concepción neoclásica sobre el comportamiento financiero de la empresa individual argumentando la invalidez del supuesto de plena certidumbre o, existiendo incertidumbre, la invalidez del supuesto de que tanto oferentes como demandantes de ahorro lleguen a un acuerdo sobre el grado de incertidumbre existente y, por lo tanto, sobre la tasa de interés a cobrar y a pagar. Como existe incertidumbre respecto a la evolución que en el futuro pueda tener la economía, los banqueros se resisten a aportar la totalidad del financiamiento para una nueva inversión, pues incurrirían en un riesgo enorme que no sería compensado por los intereses cobrados. Por ello, de aprobar cierto proyecto de inversión sólo lo financiarán en parte, y no precisamente en la mayor.

Más aún, se argumenta que de la propia empresa surge la iniciativa y el interés de no endeudarse en forma significativa. A fin de no arriesgar el control de la firma, su grupo ejecutivo o de dirección prefiere financiar el crecimiento de la empresa fundamentalmente en base a recursos propios y acudir a las fuentes externas a la firma sólo marginalmente. Una buena parte del control de la firma podría pasar a manos del banco si su nivel de endeudamiento con éste fuese significativo.

Con este planteamiento, los teóricos del oligopolio se colocan en el extremo opuesto al de la formulación neoclásica tradicional. En tanto que ésta hace descansar todo el peso del financiamiento de la empresa en el crédito —subestimando así el papel que en dicho proceso desempeñan las ganancias acumuladas— la teoría del oligopolio coloca en el primer plano del financiamiento los recursos generados internamente por la empresa, considerando irrelevantes las fuentes de financiamiento externas a la firma²⁴.

Para que la política de autofinanciamiento pueda ser implementada se requiere que la empresa cuente con una elevada rentabilidad. La aplicación de innovaciones tecnológicas reductoras de costos y fundamentalmente el poder que tienen las grandes firmas industriales para fijar altos precios a sus productos en mercados que mantienen relativamente cautivos, serían los elementos principales que les permiten obtener una elevada rentabilidad. Como la estrategia de la gran empresa es financiar sus futuras inversiones con recursos propios, deberá definir su políti-

²⁴ En este contexto, cuando se habla de que el grado de autofinanciamiento "es muy alto" se entiende que el peso o importancia relativa de los recursos propios en el financiamiento de la expansión de la capacidad productiva es significativamente mayor a la de los recursos externos a la empresa. Si por ejemplo, los primeros representan el 80% y los segundos el 20% restante, se dice que el grado de autofinanciamiento es elevado.

ca de fijación de precios de forma tal que pueda acumular internamente los beneficios necesarios para tal propósito. De esta manera, la política de fijación de precios de la gran empresa oligopólica estará determinada, *ceteris paribus*, por sus proyectos de expansión futura.²⁵

Una vez que la gran empresa ha definido su "Ingreso Corporativo" (o monto de recursos necesarios para autofinanciar su crecimiento) y el resto de sus requerimientos de rentabilidad, debe calcular el margen de ganancia a obtener por cada unidad vendida el que, adicionándolo al costo medio total, determinará el precio de venta del producto. En la fijación del precio la empresa se rige por el principio del "Mark-up". De esta manera, en la medida en que los planes de expansión de la gran empresa aumenten, se incrementarán los requerimientos de recursos propios para autofinanciar dicha expansión y, en consecuencia, aquélla incrementará el precio de venta de tal forma que pueda obtener los recursos adicionales.

Se reconoce que una empresa al aumentar su precio en forma unilateral incurre en el riesgo de perder compradores. Pero se argumenta que a través de las técnicas de diferenciación de productos la empresa mantiene relativamente un "mercado cautivo" para su producto, pues se generan hábitos de consumo y preferencias por ciertas marcas que garantizan la conservación de la mayor parte del mercado aún cuando el precio aumente. Otros de los riesgos en los que incurre la empresa si el incremento en el precio es muy significativo, es el de atraer nuevos competidores a la industria y el de provocar la intervención y el control gubernamental sobre ella; pero tales riesgos —se argumenta— no son relevantes. Sin embargo, en una estructura oligopólica de mercado el precio no se fija de manera unilateral. Dada la interdependencia que existe entre las grandes empresas, o habrá "liderazgo de precios" —esto es, que la empresa de mayor influencia y prestigio marque la pauta en materia de incrementos de precios y las restantes firmas la sigan— o existirá colusión explícita o implícita entre las mayores firmas para la fijación de los precios. Como en los mercados oligopólicos el crecimiento es indispensable para la supervivencia, todas las firmas siempre tendrán proyectos de expansión a realizar y, por ende, necesidad de acumular internamente los fondos necesarios para financiar su crecimiento. Es por ello que sus intereses coincidirán en promover conjuntamente incrementos en los precios. No obstante, la capacidad que en este contexto pueda poseer una empresa para determinar incrementos en el precio de su producto conforme a sus requerimientos de auto financiamiento, estará en función de su "poder de mercado" o grado de dominio que ejerza en la industria.

²⁵ Véase A. S. Eichner, *op. cit.*, cap. 3.

2.4. *Críticas al Principio del Autofinanciamiento.*

1a) Si bien la teoría del oligopolio constituye un avance respecto a las formulaciones de competencia perfecta y monopolio puro, su construcción teórica descansa en el mismo error metodológico: se concibe a la empresa individual como la categoría básica de la cual debe partirse para explicar el funcionamiento de la sociedad capitalista. Las formulaciones revisadas en el apartado anterior parten del supuesto de considerar a la gran empresa como un ente individual y aislado que opera únicamente en una rama industrial. Con ello dejan fuera del análisis los procesos de integración vertical y horizontal que se han presentado a lo largo del proceso de expansión del sistema capitalista; esto es, se desconoce la realidad cotidiana actual de la operación de la gran empresa en actividades económicas diversas las que, inclusive, no necesariamente son productivas ni necesariamente están ligadas entre sí.

De la manera en que se concibe la existencia y operación de la gran empresa —existencia y operación individuales— se deriva la manera de abordar el análisis de su problemática financiera: dicho análisis se realiza desde la perspectiva de la empresa individual, no ligada a otras firmas productivas ni a bancos o instituciones financieras. De esta forma, así como en la esfera productiva se hace abstracción de la existencia de grupos de empresas industriales, en lo financiero se desconoce la integración de éstas con instituciones crediticias.

Si en el plano de la estructura industrial la teoría del oligopolio ha formulado un planteamiento en el que se reconoce que la gran empresa ha adquirido poder e influencia sobre la orientación de la producción y sobre la fijación de los precios, en el campo financiero no se ha elaborado el planteamiento correspondiente; sólo se postula que, en relación al resto de las firmas, las de gran tamaño tienen acceso preferencial al sistema crediticio —aunque sólo lo utilicen marginalmente— pero no se analiza la estructura, características y dinámica de dicho sistema así como tampoco la manera en que las empresas oligopólicas se insertan o participan en él.

La lógica de comportamiento de la empresa que opera en forma individual es completamente diferente a la que sigue una empresa que forma parte de un grupo. Las posibilidades de crecimiento de ésta no estarán restringidas a su capacidad para generar utilidades o para obtener individualmente recursos del sistema financiero; apoyada por el grupo podrá crecer más allá de sus posibilidades individuales. De esta forma, se relativiza la importancia del autofinanciamiento.

2a) Por otro lado, el Principio del Autofinanciamiento, al postular que los re-

cursos generados por la propia empresa cumplen un papel preponderante en el financiamiento de la expansión de la planta productiva, prácticamente desconoce la función clave que ha desempeñado el crédito en la expansión de las empresas en particular y del sistema capitalista en general a lo largo de su historia.

“... el empleo del crédito para la empresa capitalista se convierte en una necesidad que a ésta le impone la lucha de competencia. Pues, para el capitalista individual, el empleo del crédito significa una subida de su cuota de beneficios”²⁶, además de las posibilidades de una mayor expansión.

Gracias al crédito, la estructura financiera de las empresas se organiza alrededor de un capital mínimo. “El capital propio que emplean los capitalistas productores se convierte así, para ellos, únicamente en la base de una empresa que se extiende más allá de los límites de su propio capital con ayuda de capitales ajenos”²⁷. “El crédito es un auxiliar de la acumulación del capital industrial. Los límites entre los que el capitalista individual dispone de capital-dinero para la autofinanciación se franquean gracias al crédito”²⁸.

Por ello, si el crédito está en la base de la expansión de la empresa y de su transformación en una firma de gran tamaño, llegado a este punto no tiene por qué cambiar su estrategia financiera y recurrir en menor grado que antes a los recursos externos a la empresa, puesto que el objetivo básico del capital sigue siendo el de valorizarse a sí mismo y, consecuentemente, expandirse en el mayor grado posible. No tiene sentido para la empresa dedicar las ganancias acumuladas a financiar totalmente una planta adicional —aunque esté en condiciones de hacerlo—, cuando con la ayuda del crédito podrá instalar 2 ó 3 plantas adicionales.

En los períodos de rápido crecimiento las utilidades que obtiene una firma no son suficientes para financiar totalmente su crecimiento al ritmo que impone el proceso general de acumulación de capital. Como una de las formas de competencia más importantes entre empresas oligopólicas es *crecer*, independientemente del hecho de que el uso del crédito permita incrementar la tasa de rentabilidad, las firmas deben recurrir al crédito para satisfacer sus requerimientos financieros totales. En la competencia oligopólica el rezagarse respecto a los competidores en el crecimiento significa arriesgar la posición de predominio que ahora se posee y, tal vez, la sobrevivencia futura.

El Principio del Autofinanciamiento postula que, en lo fundamental, la expan-

²⁶ R. Hilferding, *op. cit.*, p. 92.

²⁷ *Ibid*, p. 92.

²⁸ Suzanne de Brunhoff, *Teoría marxista de la moneda*, Ed. Roca, México, 1975, p. 107.

si3n de la capacidad productiva se realiza en base a los recursos de la propia empresa; se acude al mercado de capitales s3lo marginalmente. Impl3citamente, parece aceptarse que las empresas recurren al cr3dito bancario para financiar su activo circulante; los recursos obtenidos mediante el cr3dito se utilizan como capital de trabajo, pero no intervienen en el financiamiento de los activos fijos.

Adelant3ndonos un poco al an3lisis de la informaci3n estadística y a reserva de que en el siguiente apartado realicemos la estimaci3n emp3rica del grado de autofinanciamiento en un sentido m3s amplio, en lo que sigue abordaremos la medici3n emp3rica del Principio del Autofinanciamiento en los mismos t3rminos en que es formulado por los te3ricos del oligopolio antes mencionados; esto es, el grado de autofinanciamiento referido a un concepto parcial de capital: el grado en que las inversiones en planta productiva son financiadas mediante recursos propios. Lo anterior tiene como finalidad verificar el grado de validez que dicho principio tiene en economías como la mexicana.

Nuestro an3lisis se realiza en base a las cifras correspondientes a los balances contables de las filiales de empresas transnacionales (FET) que operan en la industria manufacturera de M3xico²⁹. Supondremos que los activos fijos (AF) representan la capacidad productiva instalada³⁰; que el capital contable (C. cont.) representa los recursos propios de la empresa; que s3lo se contratan cr3ditos o pasivos de largo plazo (PLP) para la adquisici3n de activos fijos —maquinaria, equipo, instalaciones, construcciones, etc.— y que no es posible obtener 3stos mediante cr3ditos de corto plazo. As3, *contablemente*, la relaci3n C. cont./AF podr3a interpretarse como el 3ndice de autofinanciamiento, esto es, el grado en que la empresa est3 financiando su "capacidad productiva" en base a recursos propios. Por su parte, la relaci3n PLP/AF podr3a interpretarse como el 3ndice de endeudamiento o grado en que la empresa financia su "capacidad productiva" mediante recursos ajenos.

En el cuadro 1 se presentan estos 3ndices, correspondientes a una muestra representativa de 82 FET para el per3odo 1970-1974³¹. El 3ndice de autofinanciamiento es en promedio del 1.58, es decir que las empresas poseen un peso con 58 centavos de recursos propios por cada peso invertido en activos fijos; los recursos propios de las firmas ser3an m3s que suficientes para financiar la expansi3n de

²⁹ La cobertura y caracter3sticas de la informaci3n se presentan en forma m3s detallada en la secci3n 2 del siguiente apartado.

³⁰ V3anse las limitaciones de este supuesto en el apartado 3 del siguiente apartado.

³¹ En el apartado 3 hablaremos m3s ampliamente de dicha muestra.

C U A D R O 1

| | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 | 1974 | Promedio |
|------------|------|------|------|------|------|----------|
| C. Cont/AF | 1.57 | 1.51 | 1.58 | 1.68 | 1.59 | 1.58 |
| PLP/AF | .41 | .48 | .54 | .55 | .53 | .50 |

la "capacidad productiva".

Interpretado de esta manera, el grado de autofinanciamiento es total. Pero el hecho de que las empresas posean recursos propios por un monto superior al valor de sus instalaciones y equipos no implica necesariamente que en la práctica la expansión de la capacidad productiva es financiada totalmente con recursos propios y que el remanente de éstos lo utilizan como capital de trabajo para financiar parte del activo circulante. El hecho de que contablemente las empresas estén en condiciones de hacerlo no implica que realmente lo hacen; los datos nos inducen a pensar que lo que existe como posibilidad no se concreta en la práctica, como se verá enseguida.

El índice o relación de endeudamiento de estas empresas es, en promedio, de .50; esto es, los pasivos de largo plazo contratados por las empresas representan el 50 por ciento del valor de sus activos fijos. Puede considerarse que, en general, es válido suponer que una empresa no adquiere deuda de largo plazo para utilizarla como capital de trabajo; incluso, aunque lo deseara, no podría hacerlo porque los créditos de largo plazo —que le son otorgados por el fabricante o por una institución financiera para la adquisición de maquinaria y equipo— significan para la empresa el obtener directamente la maquinaria o el equipo de manos del fabricante o proveedor, pero *no el dinero en efectivo*. En general los créditos de largo plazo son créditos "atados", en el sentido de que se otorgan para la compra de un bien de capital específico de un proveedor específico.

Puede concluirse, entonces, que la relación PLP/AF podría tener mayor significado que la relación C. cont/AF. Esto es que, en todo caso, tendría más sentido utilizar la primera relación como una manera de medir en forma aproximada el "grado de endeudamiento" de las empresas, que utilizar la segunda relación como un indicador de su "grado de autofinanciamiento". Si los pasivos de largo plazo representan el 50 por ciento de los activos fijos, es lógico pensar que el grado de autofinanciamiento es sólo del 50 por ciento, y no mayor, como lo sugiere la relación C. cont/AF.

Así, el análisis de las cifras anteriores sugiere que los recursos propios y el endeudamiento de largo plazo tienen participaciones similares en el financiamiento de la expansión de la "capacidad productiva". Lo anterior de ninguna manera es una conclusión definitiva, pero a pesar de sus limitaciones proporciona una idea aproximada acerca de la magnitud del autofinanciamiento practicado por las grandes empresas industriales de México. Y su magnitud es inferior a la sugerida por la teoría; la participación de los recursos ajenos en el financiamiento de la expansión de la capacidad productiva no es meramente marginal.

3a) Otra idea central del Principio del Autofinanciamiento que es necesario discutir es la referida tanto a la capacidad de las grandes empresas oligopólicas para elevar los precios como a los motivos que tienen para hacerlo. Respecto a esto último, hemos visto en la sección 3 de este apartado que la política de fijación de precios se hace depender de los proyectos de expansión de la empresa. Pensamos que la motivación fundamental del incremento de precios es el deseo mismo de obtener mayores ganancias, más que la preocupación por utilizar éstas para autofinanciar el crecimiento.

Por otro lado, se postula que la gran empresa puede financiar su expansión en base a recursos propios gracias a su capacidad para incrementar su rentabilidad a través de la elevación de los precios. Se reconoce que existen límites a la capacidad para incrementar los precios, pero al mismo tiempo se considera que son irrelevantes^{3 2}.

Pensamos que son otros los verdaderos límites a la capacidad de las grandes firmas para aumentar sus ganancias vía el incremento de precios. El más importante sería que existe un monto dado de plusvalor, generado con antelación a la disputa por su apropiación. Esto es, las ganancias adicionales que obtiene una empresa a través de los incrementos de precios pueden significar tanto pérdida de utilidad para otras empresas como pérdida de capacidad adquisitiva de los ingresos de la clase trabajadora. El incremento de precios, *por sí mismo*, no genera valor; tan sólo permite succionarlo de ciertas unidades para transferirlo a otras. Pero esta capacidad para succionar plusvalor de otras firmas se ve limitada en el caso de las que venden entre sí buena parte de su producción; si todas pueden elevar sus precios sin grandes problemas, en buena medida este mecanismo se volverá inocuo e incapaz de generar recursos adicionales, pues aumentarán sus ingresos pero también sus costos. Pero las empresas que pueden imponer bajos precios de compra a sus pro-

^{3 2} A. S. Eichner, *op. cit.*, cap. 3.

veedores y altos precios de venta a sus clientes podrán obtener ganancias adicionales significativas mediante la manipulación de los precios.

Para el caso de México, en las principales ramas y sectores industriales predominan las estructuras oligopólicas de mercado³³ y, dentro de ellas, las FET son las firmas más importantes³⁴. El crecimiento de los sectores liderados por empresas transnacionales ha sido mucho más dinámico que el de aquéllos en los que la presencia de empresas nacionales es mayoritaria; cada vez más una porción significativa de la producción industrial es generada por las empresas transnacionales y por los sectores en que éstas predominan. Pero existen empresas nacionales de gran tamaño que comparten con aquéllas esta situación de predominio.

En estos sectores industriales las empresas dominantes cuentan con el poder suficiente para imponer incrementos en los precios más allá de los aumentos registrados en los costos. El sistema oficial de control de precios, cuya cobertura es limitada en cuanto a los productos sujetos a control, resulta ineficiente en su aplicación. Esto último ha sido reconocido por la propia Secretaría de Comercio³⁵.

De este modo, la experiencia cotidiana parece indicar que en México las grandes empresas industriales cuentan con el "poder de mercado" suficiente para aumentar sus ganancias vía incrementos de precios³⁶, corroborando así la validez de la primera parte del argumento del Principio del Autofinanciamiento; pero los datos analizados anteriormente sugieren que la segunda parte del argumento —la existencia de un alto grado de autofinanciamiento— no es del todo válida.

3. AUTOFINANCIAMIENTO Y EMPRESAS TRANSNACIONALES EN MEXICO

Hasta ahora, hemos presentado objeciones teóricas al Principio del Autofinanciamiento formulado por los autores ya mencionados y se ha concluido además,

³³ Véase por ejemplo el trabajo de F. Fajnsylber y T. M. Tarragó, *Las empresas transnacionales. Expansión a nivel mundial y proyección en la industria mexicana*, Ed. FCE, México 1976, segunda parte.

³⁴ Cerca del 80% de la producción industrial de México se genera en sectores en los que al menos una empresa transnacional participa en el grupo de los cuatro mayores establecimientos; el 55% de dicha producción se genera en sectores en los que al menos dos de las mayores empresas son transnacionales. F. Fajnsylber, *op. cit.*, p. 161.

³⁵ Véase el diario *Uno más Uno*, del 12 de abril de 1981.

³⁶ Pero el incremento de precios no es la única fuente de las ganancias que obtienen en México las firmas de gran tamaño. Tanto la introducción de innovaciones tecnológicas como la política de fomento industrial implementada por el Estado Mexicano a partir de la Segunda post guerra, se han traducido para estas empresas en reducciones significativas de costo.

En base al análisis de la información presentada, que los recursos propios de la empresa parecen tener el mismo peso relativo que los recursos ajenos en el financiamiento de la expansión de la capacidad productiva. En el presente apartado se intentará verificar empíricamente la validez del Principio del Autofinanciamiento en un sentido más amplio; esto es, el grado en que las grandes empresas financian mediante recursos propios el monto de los activos totales, no sólo el de los activos fijos (los que hemos identificado como un indicador de la capacidad productiva). También el esfuerzo estará abocado a destacar los aspectos relevantes de la estrategia financiera global de las grandes empresas, en particular su política de endeudamiento con el sistema financiero local e internacional.

Como la información estadística utilizada por el estudio corresponde a las FET que operan en la industria manufacturera de México, antes de pasar a la presentación y análisis de los resultados de la investigación empírica, es necesario hacer una breve referencia a las características de estas firmas y señalar los aspectos más relevantes de la política financiera de la matriz respecto a sus filiales así como al comportamiento financiero de éstas en los países en que operan.

1. Las empresas transnacionales. Características y estrategia financiera

No es objeto del presente apartado analizar el surgimiento y evolución de las empresas transnacionales a nivel mundial ni el papel que sus filiales desempeñan al interior de las economías en que operan. Tan sólo se quieren señalar algunos elementos teóricos que se consideran indispensables para comprender la gestión financiera de estas firmas, desde la perspectiva de la matriz y la de sus filiales. Sin estos elementos, y basados exclusivamente en los postulados de la teoría del comercio revisados más arriba, no sería posible explicar adecuadamente la naturaleza y racionalidad de las empresas transnacionales ni las especificidades de su estrategia financiera.

A primera vista, parecería que las filiales de las grandes corporaciones internacionales que operan en México al lograr cierto grado de madurez se desligan de la matriz y obran ya por su cuenta en función de sus objetivos particulares como unidades independientes. Esta visión microeconómica de las FET resulta incorrecta, ya que éstas cumplen con la función de reproducir y profundizar el modo de producción capitalista a nivel mundial, al participar en la internacionalización de una o varias ramas industriales. En este proceso logran cierta independencia operativa, pero su acción obedece en lo fundamental a la estrategia global de desarrollo de

las corporaciones internacionales a las que pertenecen³⁷.

La función de las filiales es promover los intereses del grupo conforme a las políticas emanadas de la matriz. Esta centraliza la toma de decisiones sobre los aspectos más relevantes del desarrollo de la corporación: la distribución geográfica del mercado mundial entre las filiales, los programas de investigación y desarrollo, y por supuesto, la estrategia financiera global, entre otras.

El aspecto esencial de la política financiera de la matriz respecto a las filiales es apoyar su instalación en los países receptores de capital mediante la inversión inicial. Pero el desarrollo ulterior de la filial debe financiarse con parte de las utilidades generadas por ella y los recursos captados localmente o en el mercado financiero internacional.

Pero no sólo la filial debe lograr su expansión sin el apoyo financiero de la matriz, sino que además una vez consolidada, debe contribuir al financiamiento del desarrollo de la corporación a la que pertenece, remitiendo a la matriz parte de las utilidades que obtiene en el país en que opera. "El principio generalmente aceptado por la sociedad multinacional, es que cada filial debe contribuir, en la medida de sus medios, al esfuerzo de inversión internacional o al crecimiento del grupo. . . (Aun que). . . es común en la política de las sociedades matrices hacer financiar el desarrollo de la filial por sus propios medios, (esto) no impide por otra parte la transferencia de dividendos cuando los resultados de la filial son satisfactorios"³⁸. En el mismo sentido, Baran y Sweesy señalan lo siguiente: "Realmente, con excepción de breves períodos de exportaciones de capital anormalmente altos de los países avanzados, la inversión extranjera debe verse como un método para bombear excedentes fuera de las áreas subdesarrolladas y no como un canal a través del cual el excedente se dirige a éstas"³⁹.

No obstante lo anterior, se mantiene entre la matriz y sus filiales un "canal financiero", principalmente a través de los créditos que aquélla otorga a éstas. Así, la matriz está en condiciones de auxiliar a sus filiales en momentos críticos—como cuando, por ejemplo, enfrentan una política de crédito restrictiva— mediante capitales no permanentes.

En cuanto al comportamiento financiero de las FET en los países en que operan, se ha señalado su tendencia a financiarse preferentemente con recursos loca-

³⁷ Véase: Christian Palloix, *Las firmas multinacionales y el proceso de internacionalización*, Ed. S. XXI, 1975.

³⁸ E. Blot-Lefevre, "Les sociétés multinationales et les modalités du financement de leurs filiales", en *Rev. Banque*, No. 348, París febrero de 1976, p. 143.

³⁹ *El capital monopolista*, Ed. Siglo XXI, México 1972, p. 87.

les —tanto internos (fondos propios) como externos (recursos ajenos) a la empresa. “La entrada de capitales bajo la forma de inversión directa corresponde a la etapa en que las plantas se establecen pero su expansión posterior se financia básicamente con las utilidades generadas y los recursos captados localmente⁴⁰.”

Por otro lado, generalmente las FET pueden acudir con mayor éxito que las firmas nacionales —exceptuadas las de gran tamaño— al sistema financiero local; por sus características de mayor dinamismo, rentabilidad y solvencia, son los mejores clientes para un sistema financiero conservador deseoso de obtener las mejores garantías sobre la recuperación del crédito otorgado.

Es muy probable que los créditos que reciben las FET del exterior sean otorgados por instituciones financieras y otras empresas que junto con su matriz sean integrantes de un “conglomerado” productivo-financiero mundial.

3.2. *Limitaciones y características de la información estadística utilizada.*

Nuestro intento de medir el grado de autofinanciamiento —concepto amplio— y destacar los aspectos generales de la estrategia financiera de la gran empresa industrial en México enfrenta algunas limitaciones de la información estadística utilizada. En primer término, como ya se ha señalado, dicha información está referida sólo a empresas extranjeras; además, no hace diferencia entre los distintos tamaños de éstas, por lo que no podemos separar las cifras referidas a las de gran tamaño. El primer problema no lo podemos resolver: tan sólo haremos referencia a los resultados que respecto al grado de autofinanciamiento del total de empresas privadas nacionales se derivan de una investigación anterior⁴¹. Tampoco podemos salvar el segundo problema; sin embargo, a continuación presentamos algunas consideraciones que permiten mitigarlo.

La limitaciones de la información nos inducen a adoptar el supuesto de que la información correspondiente al total de FET se refiere sólo a firmas de gran tamaño. Dicho supuesto no resulta tan alejado de la realidad si se considera que dentro de las FET existe una elevada concentración pues un número reducido de grandes firmas absorbe la mayor parte del valor de la inversión extranjera directa, de las ventas y del endeudamiento local y extranjero. Esto ha quedado demostra-

⁴⁰ F. Fajnsylber y T. M. Tarragó, *op. cit.* p. 369.

⁴¹ Quijano, José M., *Concentración, desnacionalización y crédito. El caso de México, 1969-1973*, CIDE, 1980. Mimeo.

do en estudios anteriores⁴². En consecuencia, son las empresas de gran tamaño las que marcan la tendencia del conjunto; por ello, el análisis financiero que se realice a partir de las cifras referidas al total de FET, en buena medida reflejará el comportamiento financiero de las grandes empresas.

Asimismo, por lo general las FET actúan como grandes empresas. La capacidad de influencia que tiene una FET en un mercado determinado no se deriva solamente de su tamaño relativo. Existen FET que en términos de monto del capital social, del volumen de ventas, del número de empleados, del monto de los activos, etc., son de menor tamaño que algunas empresas privadas nacionales; mas sin embargo han alcanzado una posición de predominio y rentabilidad mayor al de éstas, situación que en lo fundamental se explica por las ventajas que aquéllas derivan de la aplicación exclusiva de tecnología, del apoyo que reciben de la matriz, del monopolio que ejercen sobre los canales de comercialización con el exterior, etc. La posición de predominio que han alcanzado las FET en las ramas manufactureras en que operan no se deriva necesaria ni fundamentalmente de su gran tamaño⁴³.

Esencialmente, las cifras analizadas corresponden a los balances acumulados de las FET que operan en la industria manufacturera, en la que se concentra (1978) el 77% del valor de la inversión extranjera directa y el 60% del total de FET en México. Dicha información se obtuvo para el total de FET manufactureras y cubre los años de 1965, 1966 y de 1973 a 1978. Pero esta información no es homogénea puesto que el número de empresas varía año con año; algunas desaparecen o se integran con otras, mientras que por otro lado surgen nuevas firmas. Estrictamente, en cada año tenemos un universo diferente. Esto nos impide hablar de tendencias, pero sí nos permite formarnos una idea aproximada acerca de la magnitud e importancia de los fenómenos estudiados.

Adicionalmente, en el presente trabajo se incorporan los principales resultados obtenidos de una investigación anterior realizada conjuntamente con Luis Ortega Segura⁴⁴. En dicha investigación, que cubre el período 1970-1974, se utilizó información correspondiente a los balances contables acumulados de 82 FET que

⁴² Véase por ejemplo: F. Fajnsylber y T. M. Tarragó, *op cit*, segunda parte. Y Manzo Yépez, J. L. y Ortega S. Luis, *El financiamiento de las empresas transnacionales. Un examen de la situación actual en México*, Tesis Profesional, UNAM, 1977.

⁴³ Véase F. Fajnsylber, *op. cit.*, J. O'Connor, "Corporaciones internacionales y subdesarrollo económico", en *Teoría y Práctica de la Empresa Multinacional*. Editorial Periferia, Argentina, 1974; A. Orive y R. Cordera, "México: Industrialización Subordinada", en *Boletín de TASE*, Vol. I, No. 4, Mayo de 1971.

⁴⁴ Manzo Yépez, J. L. y Ortega S. Luis, *op. cit.*

constituyeron la muestra analizada. Al incluir estos resultados en el presente trabajo, pretendemos cubrir el primer quinquenio de los setentas, que la información correspondiente al total de FET no cubre totalmente.

A pesar de que la información no es homogénea para todo el período analizado —puesto que para 1970-1974 la información se refiere a una muestra y no al total de FET, como en el caso del período 1974-1978— las conclusiones obtenidas en base a la muestra pueden generalizarse para el conjunto de FET manufactureras puesto que, como lo muestran los datos correspondientes^{4 5}, dicha muestra es representativa. Ello hace posible presentar un panorama general sobre el comportamiento financiero de las FET manufactureras durante los setentas. Por lo demás, si bien es cierto que lo corto del período analizado también nos impide hablar de tendencias respecto a la estrategia financiera de las FET, al menos es posible vislumbrar los aspectos relevantes del problema.

3.3. *El problema de la medición del capital*

No es nada fácil cuantificar el capital que ha invertido una firma productiva en base a los balances contables que presenta. Podemos equiparar, con ciertas reservas metodológicas, el valor de los activos fijos que posee con el concepto de capital fijo. Pero de ninguna manera podemos hacer lo mismo con el Activo circulante y equipararlo con el concepto de capital circulante, pues mientras que éste sólo incluye el valor de las materias primas y de la fuerza de trabajo, aquél incluye rubros que corresponden a distintas formas o fases de circulación del capital industrial. En general, el concepto de activo circulante incluye capital industrial en su forma dineraria (efectivo e inversiones en valores), en su forma productiva (materias primas) y en su forma mercancías (productos terminados y semielaborados). De los conceptos anteriores no es posible inferir el monto del capital adelantado en forma de fondo de salarios y para compra de materias primas. Por otro lado, debe utilizarse el concepto de "salario efectivo" no de "salario nomi-

^{4 5} Si consideramos la importancia relativa de las FET de la muestra a nivel de las ramas en que operan, vemos que tan sólo las 3 que se ubican en la rama de productos de caucho —de un total 3,440 firmas en dicha rama— aborben el 74% del valor de la inversión extranjera directa (IED) y más del 50% de la producción y de las ventas. Las 5 empresas de la muestra correspondientes a la rama de material y equipo de transporte representan el 75 % del valor de la IED y alrededor del 47 % de la producción y de las ventas de dicha rama. En relación al total de la industria manufacturera, la importancia relativa de la muestra sigue siendo significativa: de 118,983 empresas que operan en la industria (1970), las 82 de la muestra representan el 36 % del valor de la IED y el 13 % de la producción y de las ventas. Para mayor información al respecto, véase: Manzo Yépez, J. L. y Ortega S. Luis, *op. cit.*, cap. 4.

nal"⁴⁶; esto es, debe agregarse al salario nominal, entre otros, el monto de los servicios médicos y asistenciales y los pagos "en especie" que reciben los trabajadores.

Las limitaciones de la información obtenida impiden cuantificar adecuadamente el monto de capital productivo invertido por las FET. Es por ello que se utiliza el monto del *activo total* como concepto aproximativo al de *capital invertido*. Dicha aproximación es defectuosa porque, además de los problemas señalados anteriormente, puede darse el caso de que el monto de activo total registre un aumento sustancial sin que ello necesariamente implique un incremento en el capital invertido en la producción, esto es, en la maquinaria y el equipo, las materias primas y la fuerza de trabajo. Con fines meramente especulativos una empresa puede incrementar sustancialmente sus inversiones en terrenos —por ejemplo— y ello aparece en los registros contables como un incremento significativo del activo fijo. Si suponemos —como lo hicimos en el apartado anterior— que los activos fijos representan la capacidad productiva instalada, estaremos sobreestimando el incremento de éstas cuando tenemos un aumento de los activos fijos en estas condiciones.

Por lo anterior, nuestras estimaciones empíricas sobre el comportamiento financiero de las FET se refieren a cómo financian sus *actividades en general* —como están financiando los activos que poseen— y no estrictamente a la manera en que financian su *capital productivo invertido*. No obstante, dichas estimaciones permiten formarse una idea aproximada sobre los aspectos generales de la estrategia financiera de las FET y sobre la importancia relativa de sus distintas fuentes de fondos.

3.4. Aspectos metodológicos del análisis de las cifras

Son dos los objetivos básicos del análisis empírico: medir el grado de autofinanciamiento —concepto amplio— de las FET y estudiar la evolución de su política de endeudamiento durante los setentas. Adicionalmente, verificar la importancia relativa del financiamiento de la matriz a sus filiales.

Para el primer objetivo, la información permite seguir dos caminos: por un lado, en el cuadro de "fuentes de fondos" puede identificarse el peso relativo que tienen los recursos propios de las empresas en el total de recursos financieros que utilizan en un año determinado, y emplearlo como un indicador de su grado de

⁴⁶ Esta información no se presenta en el Balance Contable sino en el Estado de Resultados, con el que no se contó para la realización de este trabajo.

autofinanciamiento; por otro, mediante la relación "capital contable/activo total"⁴⁷, es posible determinar el porcentaje de los activos totales que es financiado con el capital contable; éste sería un indicador alternativo del grado de autofinanciamiento de las FET.

Para el segundo objetivo, puede utilizarse la relación "pasivo total/activo total" como un indicador del grado de endeudamiento: asimismo, se puede analizar la distribución de los pasivos entre fuentes locales y del exterior así como los cambios en su importancia relativa. A continuación se explica brevemente la manera como son manejados e interpretados el cuadro de "fuentes de fondos" y las "razones financieras".

3.4.1. El cuadro de "fuentes de fondos"

El cuadro de "usos y fuentes de fondos" —llamado también "estado de cambios en la situación financiera" u "origen y aplicación de recursos"— es uno de los instrumentos más importantes que tradicionalmente se utilizan en el análisis de la situación financiera de una empresa. Por el lado de las "fuentes", dicho instrumento permite determinar cuál ha sido el peso relativo que han tenido tanto los recursos propios de la empresa como los externos a ella en el financiamiento del incremento de los activos que se ha registrado entre el saldo inicial y el saldo final del ejercicio. Por el lado de los "usos", es posible identificar cuáles son los rubros del activo a cuya expansión se han canalizado los fondos obtenidos en el año.

Para los fines específicos del presente trabajo la atención se centrará en el análisis de las fuentes o flujos financieros. En términos generales, las fuentes de financiamiento utilizadas por una empresa durante un año determinado están constituidas por las disminuciones de activos⁴⁸, los aumentos de pasivos, los incrementos del capital contable, la utilidad neta del ejercicio y las sumas separadas para depreciación y amortización.

Las disminuciones de activo se consideran como fuentes de recursos generados por la propia empresa (al igual que la utilidad del ejercicio, los incrementos en las reservas para depreciación y amortización y la reinversión de utilidades genera-

⁴⁷ Este tipo de relaciones contables comúnmente son llamadas "razones financieras".

⁴⁸ Las disminuciones de activo son fuentes de fondos. Una empresa puede obtener recursos con la venta de algunas máquinas o equipos —lo que contablemente aparece como disminución de activos fijos— o con la venta de acciones de otras empresas y valores que posea o con el cobro de créditos otorgados a sus clientes —lo que aparece como disminución de activo circulante.

das en años anteriores). Los aumentos de pasivos son fuentes "externas" a la empresa y se clasifican como recursos locales o provenientes del exterior.

Es necesario desagregar los incrementos del capital contable para identificar el origen y la cuantía de los fondos que financian dichos incrementos. El capital contable puede incrementarse por: nuevas aportaciones de los socios —nacionales o extranjeros—, reinversión de utilidades acumuladas en años anteriores y capitalización de pasivos. Este último caso es poco común; como además la información no permite identificarlo, se adopta el supuesto de que los incrementos en el capital contable son financiados mediante nuevas aportaciones de los socios —separando las de socios nacionales y las de la matriz— y reinversión de utilidades.

Las nuevas aportaciones de los socios nacionales se consideran como recursos "externos" a la empresa, pero de origen local; las nuevas aportaciones de la matriz (inversión directa), como recursos "externos" a la empresa, pero provenientes del extranjero; la reinversión de utilidades, como recursos "internos" a la empresa.

Por otro lado, las limitaciones de la información impiden identificar el monto real de los créditos utilizados por la empresa durante un año. Las cantidades presentadas en los balances contables están referidas a los *salDOS* inicial y final de un ejercicio y no a los *flujos*, por lo que dichas cifras no reflejan el volumen total de las operaciones realizadas.

Tal es el caso de los préstamos bancarios de corto plazo y los créditos comerciales otorgados por los proveedores, que se reciben y se reintegran varias veces en el año. Por ello, es probable que sea subestimado el peso relativo de los recursos externos a la empresa en el "total de fuentes de fondos" y se sobreestime, en consecuencia, el "grado de autofinanciamiento", o importancia relativa de los recursos propios en el total de fondos.

Para los fines del presente trabajo, en una primera instancia las fuentes de fondos o flujos financieros se clasifican según su origen o procedencia; esto es, los generados y captados localmente y los provenientes del extranjero. Ello tiene sentido en tanto que las empresas cuya estrategia financiera tratamos de estudiar son de origen externo y su incidencia en nuestra economía, particularmente en la Balanza de Pagos, es distinta a la de las firmas nacionales. En una segunda instancia se clasifican dichas fuentes según sean recursos "internos" a la empresa (recursos propios) o recursos "externos" a la empresa (recursos ajenos).

A continuación se presenta dicha clasificación.

TOTAL DE FLUJOS

Locales

1. Recursos generados por la empresa
 - a) utilidad del ejercicio
 - b) depreciación, amortización y otras reservas
 - c) reinversiones
 - d) disminuciones de activos
2. Aporte de los accionistas nacionales
3. Créditos otorgados por instituciones financieras
 - a) a corto plazo
 - b) a largo plazo
4. Créditos otorgados por empresas y personas
 - a) a corto plazo
 - b) a largo plazo
5. Incremento en cobros anticipados

Del Exterior

1. Aportes de la matriz
 - a) inversión directa (o aporte de los accionistas extranjeros)
 - b) Pasivos
 - de corto plazo
 - de largo plazo
2. Aportes de otras fuentes
 - a) a corto plazo
 - b) a largo plazo

3.4.2. *Las "razones financieras"*

El principio contable "Activo es igual a Capital más Pasivo" indica que los **activos** totales de una empresa son financiados mediante recursos propios (capital contable) y ajenos (pasivos). Así, si el activo total es financiado en un 60% mediante el capital contable, el restante 40% necesariamente es financiado mediante pasivos. En este ejemplo el "grado de autofinanciamiento —que identificamos como la relación capital contable/activo total— es del 60% y el "grado de

endeudamiento" —representado por la relación pasivo total/activo total— es del 40%. Existe entonces una relación de complementariedad entre los recursos propios y los fondos ajenos en cuanto al financiamiento de los activos que posee una empresa.

3.5 Resultados obtenidos del análisis de las cifras

3.5.1. Análisis de los flujos financieros

De acuerdo con la clasificación presentada en la sección 4.1., el cuadro 2* muestra la importancia relativa (porcentajes) de los flujos financieros —o fuentes de fondos— utilizados anualmente por las FET de la muestra en el período 1971-1974. El cuadro 3 muestra la misma información sólo que referida al total de FET y para el período 1974-1978; adicionalmente se presenta el monto anual de los flujos financieros. En el cuadro 2 se observa que entre el 70% y el 80% de los recursos financieros utilizados por las FET de la muestra son de origen local. El promedio para los cuatro años es de 74.4%; el 25.6% restante corresponde a los recursos provenientes del exterior en los que los aportados por la matriz son los menos significativos. También se observa que los recursos generados por las propias FET representan entre el 45% y el 60% del total; el promedio para el período es del 53.2%, lo que sugiere que el grado de autofinanciamiento de estas firmas es ligeramente superior al 50%.

En el cuadro 3 se observa que, en cuanto a los recursos locales, su participación en el total, en promedio para el período de 1974-1978, es del 77% —similar a la del período 1971-1974 (74.4%). No podemos hablar de tendencias, pero sí es posible señalar que dicha participación se mantiene en un nivel alto. 1976 es el año en que la participación de los recursos locales alcanzan el nivel más bajo (63%) y la de los recursos provenientes del exterior su nivel más alto (37%). Más que por un incremento sustancial de los flujos provenientes del extranjero, esto se explica en buena medida por la revaluación de los pasivos con el exterior que provocó la devaluación del peso. Los fondos provenientes del exterior, expresados en pesos, casi se triplican entre 1975 y 1976, al pasar de \$7,080.5 millones a \$ 20,004.8 millones, en tanto que los de origen local aumentaron en un 28%, al pasar de \$ 26,212.9 millones a \$ 33,692 millones en los mismos años. Para 1977 los recursos locales recuperaron el nivel de 1975 (79%), y para 1978 repre-

* Los cuadros se presentan al final

sentan el 91% del total. Como contrapartida, los flujos provenientes del exterior pasan del 37% en 1976 al 21% y 9% en 1977 y 1978, respectivamente. Esto se explica porque, en tanto el monto de los flujos de fondos locales fue en aumento —de 1976 a 1977 creció en 46% al pasar de \$ 33,692 millones a \$ 49,212.4 millones y de 1977 a 1978 creció en un 38%, al alcanzar en este último año la cifra de \$ 67, 671.9 millones— el monto de los flujos provenientes del exterior fue disminuyendo —de 1976 a 1977 se redujo en un 34% y de 1977 a 1978 se redujo en un 50%, alcanzando en 1978 un monto inferior al registrado en 1975⁴⁹.

En cuanto a la participación de los recursos propios en el total de fondos, el promedio para el período 1974 - 1978 es de 51.4% —similar al del período 1971-1974 (53.2%). Pero al finalizar su evolución por años pareciera que tiende a incrementarse. De 1974 a 1975 pasa del 44% al 58%, pero en 1975 se reduce al 36%; en 1977 se eleva al 53% y para 1978 alcanza el 66%. La caída de dicha participación en 1976 puede explicarse en parte por la devaluación del peso la que, por un lado provocó la sobre estimación de los flujos de fondos provenientes del exterior y, por otro, provocó que las empresas contablemente reportaran bajos niveles de utilidades —e incluso pérdidas— a raíz de la revaluación de los pasivos con el exterior. En el cuadro 3 puede observarse que en 1976 el monto de las utilidades es inferior al de los otros años y su participación en el total de flujos pasa de un nivel superior al 20% en 1974 y 1975 al 6% en 1976, recuperando su importancia en los años posteriores.

Por ahora sólo interesa centrarnos en lo relativo al índice de autofinanciamiento derivado del análisis del cuadro de fuentes de fondos para hacer comparaciones con los resultados obtenidos en otro estudio respecto al mismo tema.

Nuestras cifras arrojan un grado de autofinanciamiento promedio de las FET para el período 1971-1974 del orden del 53.2% y para 1974-1978 del 51.4%. En el estudio de José Quijano ya citado se concluye que el grado de autofinanciamiento de las FET para el período 1970-1975 fue del 53.6% y el correspondiente a las empresas privadas nacionales fue del 52.3%. A pesar de que la cobertura y características de nuestra información es distinta a la utilizada en ese trabajo —maneja dos muestras homogéneas, una de 1,249 empresas transnacionales y otra de 23,291 firmas privadas locales— nuestras conclusiones respecto al grado de autofinanciamiento de las FET son similares a las suyas. Además, se observa

⁴⁹ Cabe recordar que estas cifras se refieren a *flujos* y no a *saldos*; representan el incremento entre el saldo inicial y el saldo final del ejercicio.

que en cuanto al grado de autofinanciamiento no existen grandes diferencias entre FET y empresas privadas locales. Por otro lado, en dicha investigación se concluye que, para el caso de las FET, los recursos locales —recursos “internos” a la empresa (o recursos propios) más deuda local— representan en promedio para el período 1970-1973 el 73.6% del total de fuentes de fondos, resultado similar al que nosotros obtuvimos para el período 1971-1974 (74.4%).

Ahora, pasaremos a analizar en la siguiente sección el índice de autofinanciamiento de las FET que se deriva de la relación “capital contable/activo total” y su grado de endeudamiento, representado por la relación “pasivo total/activo total”.

3.5.2. *Análisis de algunas “razones financieras”*

Ya hemos señalado en la sección 3.4.2 la complementariedad que hay entre los recursos propios —capital contable— y los recursos ajenos —pasivos— en cuanto al financiamiento de los activos totales de la empresa.

En el cuadro 4 se observa que, para el caso de la muestra de 82 FET, en el período 1970-1974 el grado de autofinanciamiento —capital contable/activo total— es un promedio del 47% observándose una ligera tendencia a disminuir —pasa del 49% en 1970 al 42% en 1974. Un comportamiento complementariamente inverso registra el índice de endeudamiento —pasivo total/activo total. Por su parte, el cuadro 5 muestra que para el total de FET, en promedio para los años consignados, el grado de autofinanciamiento es del 46%; su nivel más bajo se registra en 1976 (38%), en tanto que el grado de endeudamiento alcanza su nivel más alto en el mismo año (62%). Pero consideramos que la revaluación de los pasivos con el exterior que siguió inmediatamente a la devaluación del peso en 1976 sobreestima el grado de endeudamiento —y en consecuencia subestima el grado de autofinanciamiento— que se registró en ese año. Los otros rubros contables también se revaluaron, pero su registro no necesariamente se realizó en el mismo año.

En sentido estricto, además de las diferencias de la información, los resultados obtenidos en esta sección no permiten afirmar que las FET tienden a financiarse crecientemente con recursos ajenos; pero al menos sí es posible afirmar que su grado de autofinanciamiento tiende a ubicarse ligeramente abajo del 50% y, como contrapartida, su grado de endeudamiento ligeramente por encima de dicho porcentaje (véase cuadro 5). Sin embargo, no hay una diferencia significativa entre

este índice de autofinanciamiento y el encontrado en el apartado anterior, que fue del orden del 51% - 53%.

Resumiendo puede decirse, en términos generales, que durante los setentas los fondos propios y los recursos ajenos tuvieron el mismo peso relativo en el financiamiento de las FET manufactureras que operan en México.

5.3 Estructura y crecimiento de los pasivos

Los indicadores analizados en el apartado anterior no arrojan mucha luz sobre la política de endeudamiento de las FET que operan en México. Es posible profundizar un poco más en el análisis mediante el estudio de la estructura de sus pasivos y de la dinámica que registran los contratados con nacionales y los provenientes del exterior.

En el cuadro 6 se presenta la estructura o composición de los pasivos de las FET de la muestra para el período 1970-1974. Tanto la participación de la deuda local como la de la contratada con el exterior es similar —paritaria— y prácticamente constante en el período. Se observa además que la participación de la matriz en el total de pasivos contratados por las FET es poco importante —alrededor del 10% del total— y principalmente de corto plazo.

En el cuadro 7 se muestra la estructura de los pasivos del total de FET manufactureras para varios años. Puede observarse, en general, que el peso relativo de la deuda contratada con nacionales en el total de pasivos es similar al de la contratada con el exterior; sin embargo, el primero registra una ligera tendencia a elevarse en el período 1965-1978 —pasa del 45% al 56% y, consecuentemente, la participación del endeudamiento con el exterior tiende a decrecer —pasa del 55% al 44%. Esta tendencia parece acentuarse en los años posteriores a la devaluación de 1976; hasta 1975 estas participaciones son más o menos similares.

En 1976, los pasivos con el exterior se revaluaron a causa de la devaluación del peso⁵⁰. Esto explica, en los fundamentos, que en ese año la participación relativa del endeudamiento con el exterior alcanzara el 55% y que el endeuda-

⁵⁰ La deuda externa de las FET que operan en la industria manufacturera de México registró, en términos de dólares un incremento del 9 0/o entre 1975 y 1976, al pasar de 2,977.1 millones de dólares a 3,239.6 millones de dólares; pero dicha deuda, expresada en pesos registra un incremento del 74 0/o, al pasar de \$ 37,213.9 millones a \$ 64,630.6 millones en los mismos años. Este mayor incremento de la deuda externa expresada en pesos se explica por la devaluación, por aplicar a los 3,239.6 millones de dólares que debían las FET al exterior en 1976, el tipo de cambio vigente al final de ese año —\$19.95 por dólar— en lugar de aplicarles el que rigió antes de la devaluación —\$12.50 por dólar.

miento local, a pesar de haberse incrementado en un 40% entre 1975 y 1976 —al pasar de \$ 37,298.5 millones a \$ 52,112.2 millones— redujera su participación al 45%. Pero a partir de 1976 el monto de la deuda contratada con el exterior por las FET se mantuvo prácticamente constante —registra un incremento del 4.3% entre 1976 y 1978— en tanto que el monto del endeudamiento local se incrementó en un 64% entre 1976 y 1978, al pasar de \$ 52,112.2 millones a \$ 85,559.5 millones. Esto explica que la participación de la deuda con nacionales en el total de pasivos aumentara del 45% en 1976 al 56% en 1978 y la de los contratados con el exterior se redujera del 55% al 44% en el mismo período.

El análisis anterior revela que a partir de 1976 y hasta 1978 las FET manufactureras congelaron su endeudamiento externo —creció 3.4%. Esta idea se ve reforzada por el hecho de que el monto de los pasivos con el exterior de todas las FET que operan en México —incluidas las manufactureas— registró una reducción del 19.3% en el mismo período, al pasar de 4,234.6 millones de dólares a 3,415.9 millones de dólares⁵¹.

Las cifras anteriores sugieren que, todavía en 1978, el riesgo devaluatorio estaba muy presente y tenía un peso importante en la política de endeudamiento de las FET, las que manifestaron su preferencia por endeudarse principalmente con fuentes locales⁵². Parece que, para fines de 1978, el anuncio de las enormes reservas petroleras de México —realizado a principios de 1977— y la recuperación de la economía mexicana —iniciada en 1977 y continuada en 1978, años en que el PIB creció al 7.3% —no habían provocado cambios sustanciales en las expectativas de riesgo cambiario. El temor a enfrentar nuevas y significativas devaluaciones del peso indujo a las empresas a estancar su endeudamiento externo —e incluso a reducirlo—, a pesar de que la creciente liquidez del sistema financiero internacional —presente desde 1975— y la existencia de tasas internas de interés superiores a las del mercado internacional⁵⁴ hacían más atractivo endeudarse con fuentes

⁵¹ Serie "Estadísticas históricas del Banco de México, S. A.," *Balanza de Pagos, Cuaderno 1970-1978*. Estas cifras excluyen la deuda contratada con la matriz.

⁵² Una de las reglas básicas de la administración financiera internacional postula que siempre se tomará prestado en la divisa local de un país con alta inflación y propenso a la devaluación; principio que se sustenta en el hecho de que la deuda externa de cualquier empresa —contratada en una divisa extranjera— se revalúa en términos de la divisa local en la medida en que ésta se devalúe.

⁵³ Banco de México, S. A., Informe Anual 1978.

⁵⁴ A partir de 1979 el diferencial de tasas de interés aumentó significativamente. El gobierno mexicano ha decidido ligar su política de tasas de interés a la evolución del sistema financiero internacional y mantener las tasas de interés internas por encima de las externas, a fin de promover el ahorro interno y evitar que las salidas de capitales al exterior provocaran reducciones significativas en las reservas

externas que con fuentes locales. Estos cambios parecen haberse registrado en forma significativa posteriormente; en 1980, por primera vez la deuda privada externa fue superior a la deuda pública externa⁵⁵.

Por otro lado, en base al cuadro 7 es posible señalar que en los distintos años analizados el financiamiento de la matriz a las filiales mediante pasivos es poco relevante; además, en lo fundamental son créditos de corto plazo. Al analizar en forma separada la estructura y evolución de la deuda externa de las FET —cuadro 8— se aclara un poco más la participación que en ella tienen tanto la matriz como otras fuentes del exterior. Aunque la información no es homogénea —el número de empresas varía año con año— pensamos que en este caso es posible hablar de una cierta tendencia en la estructura de la deuda externa de las FET. Las cifras consignadas en el cuadro 8 sugieren que a mediados de los sesentas la participación de la matriz en la deuda externa total de las FET manufactureras se ubicó alrededor del 40%, correspondiendo el 60% restante a otras fuentes del extranjero. Para la segunda mitad de la década de los setentas se observa un cambio significativo en estas participaciones; en cuatro años, de 1975 a 1978, los pasivos con la matriz representan alrededor del 15% de la deuda externa de las FET. A partir de 1976 el monto de la deuda externa de las FET manufactureras tiende a estabilizarse alrededor de los 65,000 millones de pesos, al igual que las participaciones de la matriz y de otras fuentes en dicho monto.

Asimismo, en el cuadro 8 se observa que los pasivos con la matriz en lo fundamental son de corto plazo; esto nos permite destacar otro aspecto importante de la estrategia financiera de la matriz, ya señalado en el primer apartado del presente apartado: además de reducir paulatinamente su participación relativa en el financiamiento total de las filiales, su apoyo financiero a éstas lo concreta preferentemente mediante capitales no permanentes.

En el cuadro 9 se presenta el monto y la estructura de los pasivos totales de las FET manufactureras expresados en millones de pesos; los contratados con el exterior también se expresan en millones de dólares. Al analizar dicho cuadro podemos observar que en sólo 3 años —de 1975 a 1978— los créditos contratados con nacionales crecen en un 129% —al pasar de \$ 37,298.5 millones a \$ 85,559.5 millones— en tanto que el endeudamiento con el exterior, expresado en dólares,

Internacionales del Banco de México, lo que afectaría la solidez de la política cambiaria. Asimismo, en forma complementaria se permitió una mayor "dolarización" de la captación bancaria.

⁵⁵ La deuda externa neta del Sector Público fue de 4,126.3 millones de dólares en ese año en tanto que la del Sector privado alcanzó los 6,447.8 millones de dólares. Véase: Informe Anual 1980, Banco de México, S. A.

se mantiene prácticamente constante —alrededor de los 3,000 millones de dólares. La deuda con la matriz inclusive disminuye en un 10% al pasar de 536.3 millones de dólares en 1975 a 485.7 millones de dólares en 1978. Pero aunque la deuda externa total expresada en dólares se mantiene constante, por efecto de la devaluación del peso se revalúa significativamente en términos de pesos y registra un incremento del 74% entre 1975 y 1976 al pasar de \$ 37,213.9 millones a \$ 64,630.6 millones. Resulta pues evidente que durante los primeros años posteriores a la devaluación de 1976 las FET manufactureras prefirieron contratar créditos fundamentalmente con fuentes locales como un mecanismo para atenuar los efectos nocivos de una posible devaluación de la divisa local. La contratación de los nuevos créditos en moneda nacional proporciona a las empresas una protección automática contra la devaluación de ésta.

CONCLUSIONES

De la discusión realizada en los apartados 1 y 2 se desprende que el concepto de capital que utilizan los teóricos del oligopolio revisados es un concepto parcial que conduce a una interpretación errónea de la dinámica de la economía capitalista. En vez de estudiarse el proceso acumulación del capital y su financiamiento en el contexto de las crisis periódicas que sufre dicho proceso, concibiendo al capital como una relación social y un proceso general de acumulación, se aborda el análisis en base a un enfoque ahistórico y micro económico, en el que el objeto básico de estudio es la empresa individual.

Por otro lado, al ponerse el énfasis en el autofinanciamiento de la empresa se hace omisión de la función clave que ha desempeñado el crédito en la expansión de las empresas en particular y del sistema capitalista en general. Resulta irrelevante centrar el análisis del proceso financiero en las elucubraciones sobre la conveniencia o inconveniencia para la gran empresa de acudir al crédito ante el peligro de la pérdida de control, cuando los esfuerzos deben estar encaminados a examinar las condiciones en las que el proceso de acumulación de capital es apoyado por el sistema de crédito. Los resultados en la investigación empírica sugieren que los recursos ajenos tienen una participación importante en el financiamiento de la empresa. El grado de autofinanciamiento, referido al concepto parcial de capital y medido en base a la relación PLP/AF, no es tan elevado como lo sugieren algunos teóricos del oligopolio (alcanza el 50% aproximadamente). Por otro

lado, el grado de autofinanciamiento, en un sentido más amplio, sólo es ligeramente superior al 50%, ya sea que se le mida en base al peso relativo de los recursos propios de las empresas en el total de flujos financieros, o en base a la relación "C. cont./AT". Tal pareciera que dichas firmas se financian con recursos propios y ajenos en proporciones casi iguales. Esto apunta en contra del Principio del Autofinanciamiento, en el que se afirma que la gran empresa financia su expansión fundamentalmente con recursos propios y acude a los recursos ajenos sólo marginalmente.

En cuanto a las características del comportamiento financiero de las FET, es posible señalar lo siguiente:

- Durante los setentas, del total de flujos financieros utilizados por las FET manufactureras que operan en México, alrededor del 75% son de origen local.
- A partir de 1976 y hasta el último año analizado (1978) se observa que los recursos provenientes del extranjero reducen su participación en el financiamiento de las FET. En el análisis de *flujos de fondos* se observa que su monto disminuye en tanto que el de los flujos locales crece, lo que explica que el peso relativo del primero disminuya y el del segundo crezca. En cuanto a los *pasivos*, se observa que a partir de 1976 el monto de los contratados con el exterior prácticamente se mantiene constante en tanto que el de los contratados con fuentes locales crece significativamente, lo que explica que la participación relativa de aquéllos disminuya y crezca la de éstos. Así, la tendencia que se observa en el análisis de flujos se corrobora en el análisis de la composición y crecimiento de los pasivos. La posibilidad de enfrentar repentinas y significativas devaluaciones del peso indujo a las FET a endeudarse preferentemente con fuentes locales. Esta situación se revirtió en 1979 y 1980.
- La participación de la matriz en el financiamiento de las filiales se realiza principalmente a través de la deuda de corto plazo; pareciera que dicha participación tiende a reducirse a lo largo del tiempo ■

CUADRO 2

IMPORTANCIA RELATIVA DE LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LAS FET DE LA MUESTRA 1971-1974 (PORCENTAJES)

| | 1971 | 1972 | 1973 | 1974 |
|--|-------|-------|-------|-------|
| TOTAL DE FLUJOS | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| LOCALES | 78.1 | 67.7 | 81.3 | 70.5 |
| 1. Recursos generados por la empresa | 60.7 | 60.1 | 47.1 | 45.0 |
| 2. Aporte de los accionistas nacionales ¹ | nd | nd | nd | nd |
| 3. Instituciones financieras | 14.4 | — | 10.2 | 12.7 |
| 4. Empresas y personas | 1.8 | 7.6 | 21.5 | 11.9 |
| 5. Incremento en cobros anticipados | 1.2 | — | 2.5 | 0.9 |
| DEL EXTERIOR | 21.9 | 32.3 | 18.7 | 29.5 |
| 1. Aportes de la matriz | 9.4 | 14.8 | 15.4 | 6.1 |
| a) inversión directa | 6.7 | 12.5 | 8.9 | 3.0 |
| b) pasivos | 2.7 | 2.3 | 6.5 | 3.1 |
| — corto plazo | — | 2.3 | 5.3 | 2.3 |
| — largo plazo | 2.7 | — | 0.7 | 0.8 |
| 2. Pasivos con otras fuentes del ext. | 12.5 | 17.5 | 3.3 | 23.4 |
| — corto plazo | — | 10.9 | — | 21.2 |
| — largo plazo | 12.5 | 6.6 | 3.3 | 2.2 |

¹ Por limitaciones de la información, para el caso de las FET de la muestra no fue posible distinguir las aportaciones de los accionistas nacionales de las de los socios extranjeros. Como más del 75o/o de estas firmas son de propiedad mayoritaria extranjera, las nuevas inversiones fueron consideradas como inversión directa de la matriz.

CUADRO 3

**CLASIFICACION E IMPORTANCIA RELATIVA DE LOS FLUJOS FINANCIEROS
DEL TOTAL DE EMPRESAS TRANSNACIONALES
DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA
1974-1978
(Monto en Millones de Pesos)**

| | 1 9 7 4 | | 1 9 7 5 | | 1 9 7 6 | | 1 9 7 7 | | 1 9 7 8 | |
|---|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|------|---------|-----|
| | Monto | o/o | Monto | o/o | Monto | o/o | Monto | o/o | Monto | o/o |
| TOTAL DE FLUJOS | 32184.0 | 100 | 33293.4 | 100 | 53696.8 | 100 | 62338.1 | 100 | 14232.3 | 100 |
| LOCALES | 23403.3 | 73 | 26212.9 | 79 | 33692.0 | 63 | 49212.4 | 79 | 67671.1 | 91 |
| 1. Recursos generados por la empresa | 14071.9 | 44 | 19458.7 | 58 | 19119.3 | 36 | 32999.5 | 53 | 48900.1 | 66 |
| a) utilidad del ejercicio | 6596.5 | 21 | 8462.5 | 25 | 3276.4 | 6 | 12502.0 | 20 | 20454.1 | 27 |
| b) reinversiones | 3559.7 | 11 | 4722.7 | 14 | 4715.4 | 9 | 3923.7 | 6 | 11596.9 | 16 |
| c) depreciación, amortización y otras reservas | 2932.6 | 9 | 4854.7 | 15 | 10810.5 | 20 | 12622.7 | 21 | 13292.3 | 18 |
| d) disminución de activos | 983.1 | 3 | 1418.8 | 4 | 317.0 | 1 | 3951.1 | 6 | 3556.8 | 5 |
| 2. Aporte de dos accionistas nacionales | 396.4 | 1 | 853.8 | 3 | 689.9 | 1 | ---- | ---- | 4089.1 | 6 |
| 3. Instituciones financieras | 2949.2 | 9 | 2305.7 | 7 | 5549.5 | 10 | 9398.1 | 15 | 2879.2 | 4 |
| - pasivos de corto plazo | 30.0 | --- | --- | -- | 3859.8 | 7 | 3917.6 | 6 | 1824.0 | 3 |
| - pasivos de largo plazo | 2919.2 | 9 | 2305.7 | 7 | 1689.7 | 3 | 5480.5 | 9 | 1055.2 | 1 |
| 4. Empresas y personas | 5875.1 | 19 | 3272.6 | 10 | 8000.3 | 15 | 6466.0 | 10 | 11558.6 | 15 |
| - pasivos de corto plazo | 16.9 | --- | 3269.1 | 10 | 7571.1 | 14 | 5241.0 | 8 | 11291.0 | 15 |
| - pasivos de largo plazo | 5858.2 | 19 | 3.5 | --- | 429.2 | 1 | 1125.0 | 2 | 267.6 | --- |
| 5.- Incremento en cobros anticipados | 107.7 | --- | 322.1 | 1 | 333.0 | 1 | 348.8 | 1 | 244.1 | --- |
| DEL EXTERIOR | 8783.7 | 27 | 7080.5 | 21 | 20004.8 | 37 | 13125.7 | 21 | 6561.2 | 9 |
| 1. Aportes de la matriz | 2731.4 | 8 | 1953.9 | 6 | 4798.3 | 9 | 6670.0 | 11 | 5361.3 | 7 |
| a) Inversión directa | 1118.3 | 3 | 1939.5 | 6 | 2183.3 | 4 | 5975.4 | 10 | 4236.3 | 6 |
| b) Pasivos | 1613.1 | 5 | 14.4 | -- | 2615.0 | 5 | 694.6 | 1 | 1125.0 | 1 |
| - de corto plazo | 1291.5 | 4 | --- | -- | 2307.7 | 4 | 580.2 | 1 | 1125.0 | 1 |
| - de largo plazo | 321.6 | 1 | 14.4 | -- | 307.7 | 1 | 114.4 | -- | --- | -- |
| 2. Pasivos con otras fuentes del exterior | 6052.3 | 19 | 5126.6 | 15 | 15206.5 | 28 | 6455.7 | 10 | 1199.9 | 2 |
| - corto plazo | 4191.4 | 13 | 1828.1 | 5 | 13846.0 | 26 | --- | --- | 1199.9 | 2 |
| - largo plazo | 1869.9 | 6 | 3298.5 | 10 | 1360.5 | 2 | 6455.7 | 10 | --- | --- |

Fuente: Elaborado en base a información proporcionada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

CUADRO 4

INDICADORES FINANCIEROS PARA LA MUESTRA DE 82 FET
DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA
(1970-1974)

| AÑOS | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 | 1974 | Promedio |
|------------|------|------|------|------|------|----------|
| C. cont/AT | .49 | .48 | .48 | .46 | .42 | .47 |
| PT/AT | .51 | .52 | .52 | .54 | .58 | .53 |

C. Cont. = capital contable

AT = activo total

PT = pasivo total

Fuente: Elaborado en base al apéndice estadístico de "El financiamiento de las empresas transnacionales. Un examen de la situación actual en México", Manzo Yépez, J. L. y Luis Ortega S., México, 1977, tesis UNAM.

CUADRO 5

INDICADORES FINANCIEROS DEL TOTAL DE EMPRESAS TRANSNACIONALES DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (Varios Años)

| AÑOS | 1965 | 1966 | 1970 | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | Promedio |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|
| C. cont/AT | .52 | .52 | .51 | .48 | .44 | .45 | .38 | .41 | .45 | .46 |
| PT/AT | .48 | .48 | .49 | .52 | .56 | .55 | .62 | .59 | .55 | .54 |

C. cont = capital contable

AT = activo total

PT = pasivo total

Fuente: Elaborado en base a la información proporcionada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

CUADRO 6

**ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS DE LAS FET
TOTAL DE LA MUESTRA**

(Porcentajes)

| | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 | 1974 |
|------------------------|------|------|------|------|------|
| CON NACIONALES | 50 | 51 | 42 | 49 | 49 |
| | --- | --- | --- | --- | --- |
| Bancos | 21 | 24 | 17 | 19 | 20 |
| Proveedores | 27 | 24 | 23 | 28 | 27 |
| Créditos Diferidos | 2 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| CON EL EXTERIOR | 50 | 49 | 58 | 51 | 51 |
| | --- | --- | --- | --- | --- |
| Matriz | 10 | 10 | 8 | 10 | 8 |
| | --- | --- | --- | --- | --- |
| —corto plazo | 7 | 6 | 6 | 8 | 7 |
| —largo plazo | 3 | 4 | 2 | 2 | 1 |
| Otros | 40 | 39 | 50 | 41 | 43 |
| | --- | --- | --- | --- | --- |
| —corto plazo | 21 | 18 | 24 | 18 | 24 |
| —largo plazo | 19 | 21 | 26 | 23 | 19 |

Fuente: Manzo Yépez José Luis y Luis Ortega S., *op. cit.*

CUADRO 7

ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS DE LAS FILIALES DE EMPRESAS TRANSNACIONALES DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (Monto en Millones de Pesos)

| | 1965 | | 1966 | | 1973 | | 1974 | | 1975 | | 1976 | | 1977 | | 1978 | |
|-----------------------------|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|----------|-----|----------|-----|----------|-----|
| | Monto | O/o | Monto | O/o | Monto | O/o | Monto | O/o |
| PASIVO TOTAL | 12000.5 | 100 | 13522.7 | 100 | 47907.4 | 100 | 64397.1 | 100 | 74512.4 | 100 | 116742.8 | 100 | 138172.4 | 100 | 152983.3 | 100 |
| 1) <i>Con nacionales</i> | 5428.2 | 45 | 6446.5 | 48 | 23306.7 | 49 | 32131.0 | 50 | 37298.5 | 50 | 52112.2 | 45 | 70081.1 | 51 | 85559.5 | 56 |
| a) <i>Inst. financieras</i> | 1595.4 | 13 | 1913.2 | 14 | 7727.9 | 16 | 10677.1 | 17 | 11895.2 | 16 | 18033.6 | 16 | 27449.2 | 20 | 29355.6 | 19 |
| - corto plazo | 1595.4 | 13 | 1913.2 | 14 | 1.0 | -- | 31.0 | -- | 6677.6 | 9 | 11118.9 | 10 | 15198.2 | 11 | 16678.2 | 11 |
| - largo plazo | --- | -- | --- | -- | 7726.9 | 16 | 10846.1 | 17 | 5317.6 | 7 | 6914.7 | 6 | 12251.0 | 9 | 12677.4 | 8 |
| b) <i>Empresas y Pers.</i> | 3832.8 | 32 | 4533.3 | 34 | 15578.8 | 33 | 21453.9 | 33 | 25303.3 | 34 | 34078.6 | 29 | 42631.9 | 31 | 56203.9 | 37 |
| - corto plazo | 3832.8 | 32 | 4533.3 | 34 | --- | -- | 16.9 | -- | 20812.5 | 28 | 27466.6 | 24 | 33027.2 | 24 | 43546.4 | 29 |
| - largo plazo | --- | -- | --- | -- | 15578.8 | 33 | 21437.0 | 33 | 1301.2 | 2 | 1649.8 | 1 | 2825.4 | 2 | 3055.7 | 2 |
| - créditos diferidos | --- | -- | --- | -- | --- | -- | --- | -- | 3189.6 | 4 | 4962.2 | 4 | 6779.3 | 5 | 9601.8 | 6 |
| 2) <i>Con el exterior</i> | 6572.3 | 55 | 7076.2 | 52 | 24600.7 | 51 | 32266.1 | 50 | 37213.9 | 50 | 64630.6 | 55 | 68091.3 | 49 | 67423.8 | 44 |
| a) <i>Matriz</i> | 2808.5 | 24 | 2761.2 | 20 | 5366.2 | 11 | 6979.3 | 11 | 6704.2 | 9 | 9512.7 | 8 | 10420.0 | 7 | 11035.5 | 7 |
| - corto plazo | 1755.3 | 15 | 1549.8 | 11 | 3358.2 | 7 | 4849.7 | 7 | 4424.4 | 6 | 6784.5 | 6 | 7565.6 | 5 | 8617.4 | 5 |
| - largo plazo | 1053.2 | 9 | 1211.4 | 9 | 2008.0 | 4 | 2329.6 | 4 | 2279.8 | 3 | 2728.2 | 2 | 2854.4 | 2 | 2418.1 | 2 |
| b) <i>Otras fuentes</i> | 3763.8 | 31 | 4315.0 | 32 | 19234.5 | 40 | 25286.8 | 39 | 30509.7 | 41 | 55117.9 | 47 | 57671.3 | 42 | 56388.3 | 37 |
| - corto plazo | 1644.4 | 14 | 2072.9 | 15 | 8068.8 | 17 | 12260.2 | 19 | 14361.3 | 19 | 27866.4 | 24 | 23919.8 | 17 | 24742.2 | 16 |
| - largo plazo | 2119.4 | 17 | 2242.1 | 17 | 11166.7 | 23 | 13026.6 | 20 | 16148.4 | 22 | 27251.5 | 23 | 33751.5 | 25 | 31646.1 | 21 |

Fuente: Elaborado en base a información proporcionada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

CUADRO 8

**ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA DE LAS FILIALES DE EMPRESAS
TRANSNACIONALES DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA**
(Monto en Millones de Pesos)

| | 1965 | | 1966 | | 1973 | | 1974 | | 1975 | | 1976 | | 1977 | | 1978 | |
|-------------------|--------|-----|--------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|
| | Monto | o/o | Monto | o/o | Monto | o/o | Monto | o/o | Monto | o/o | Monto | o/o | Monto | o/o | Monto | o/o |
| TOTAL | 6572.3 | 100 | 7976.2 | 100 | 24600.7 | 100 | 32266.1 | 100 | 37213.9 | 100 | 64630.6 | 100 | 68091.3 | 100 | 67423.8 | 100 |
| Con la Matriz | 2808.5 | 43 | 2761.2 | 39 | 5366.2 | 22 | 6979.3 | 22 | 6704.2 | 18 | 9512.7 | 15 | 10420.0 | 15 | 11035.5 | 16 |
| - corto plazo | 1755.3 | 27 | 1549.8 | 22 | 3368.2 | 14 | 4649.7 | 15 | 4424.4 | 12 | 6784.5 | 11 | 7565.6 | 11 | 8617.4 | 12 |
| - largo plazo | 1053.2 | 16 | 1211.4 | 17 | 2008.0 | 8 | 2329.6 | 7 | 2279.8 | 6 | 2728.2 | 4 | 2854.4 | 4 | 2418.1 | 4 |
| Con otras fuentes | 3763.8 | 57 | 4315.0 | 61 | 19234.5 | 78 | 25286.8 | 78 | 30509.7 | 82 | 55117.9 | 85 | 57671.3 | 85 | 56388.3 | 84 |
| - corto plazo | 1644.4 | 25 | 2072.9 | 29 | 8068.8 | 33 | 12260.2 | 38 | 14361.3 | 39 | 27866.4 | 43 | 23919.8 | 35 | 24742.2 | 37 |
| - largo plazo | 2119.4 | 32 | 2242.1 | 32 | 1165.7 | 45 | 13026.6 | 40 | 16148.4 | 43 | 27251.5 | 42 | 23751.5 | 50 | 31646.1 | 47 |

Fuente: Elaboración en base a información proporcionada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

CUADRO 9

ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS DE LAS EMPRESAS TRANSNACIONALES DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA¹ (1965-1978)

| | 1965 | 1966 | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 |
|------------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| TOTAL | 12,000.5 | 13,522.7 | 47,907.4 | 64,397.1 | 74,512.4 | 116,742.8 | 138,172.8 | 152,983.3 |
| <i>Con nacionales</i> | 5,428.2 | 6,446.5 | 23,306.7 | 32,131.0 | 37,298.5 | 52,112.2 | 70,081.1 | 85,559.5 |
| <i>Con el exterior</i> | 6,572.3 (525.8) | 7,076.2 (566.1) | 24,600.7 (1,968.0) | 32,266.1 (2,581.3) | 37,213.9 (2,977.1) | 64,630.6 (3,239.6) | 68,091.3 (2,994.3) | 67,423.8 (2,967.6) |
| -Matriz | 2,808.5 (224.7) | 2,761.2 (220.9) | 5,366.2 (429.3) | 6,979.3 (558.3) | 6,704.2 (536.3) | 9,512.7 (476.8) | 10,420.0 (458.2) | 11,035.5 (485.7) |
| -Otros | 3,763.8 (301.1) | 4,315.0 (345.2) | 19,234.5 (1,538.7) | 25,286.8 (2,023.0) | 30,509.7 (2,440.8) | 55,117.9 (2,762.8) | 57,671.3 (2,536.1) | 56,388.3 (2,481.9) |

¹ Los pasivos con nacionales se expresan en millones de pesos y los contratados en el exterior en millones de pesos y en millones de dólares, éstos últimos entre paréntesis. Para la conversión de los pasivos con el exterior de pesos a dólares se utilizaron los tipos de cambio vigentes al final de cada año: hasta 1975 inclusive, \$12.50; para 1976, \$19.95; para 1977, \$22.74 y para 1978, \$22.72. Así, los pasivos con el exterior expresados en pesos representan el crecimiento nominal o aparente de los recursos provenientes del exterior, en tanto que las cifras en dólares representan su crecimiento real.

Fuente: Elaboración en base a información proporcionada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.