

Análisis del desempeño de las grandes empresas latinoamericanas y el crecimiento económico regional

(Recibido: 01/septiembre/2014 –Aceptado: 30/septiembre/2015)

*Germán Alarco Tosoni**

Summary

El documento evalúa el desempeño de las 500 empresas más importantes de América Latina respecto del crecimiento económico regional y en comparación con las firmas más importantes del mundo. Se evalúa su participación respecto de los principales agregados macroeconómicos de la región, las principales características y evolución en el tiempo. Se determina si estas empresas tienden a converger hacia las globales y se realiza un análisis de descomposición en diferencias de las fuentes de crecimiento, medios y modalidades de financiamiento (capital propio y de terceros). Asimismo, se explora si éstas responden al crecimiento económico de la región o a un comportamiento autónomo. Se concluye que la influencia del crecimiento existe, pero sería menos determinante que los elementos microeconómicos asociados a las políticas y estrategias específicas de estas empresas.

Palabras Clave: desempeño empresarial, grandes empresas, crecimiento económico, América Latina, comportamiento macroeconómico.

Clasificación JEL: D22, L16, M21, N16.

* Profesor e investigador de la Escuela de Postgrado de la Universidad del Pacífico. Se agradece el apoyo de Brian Cevallos Fujii, Favio Leiva Cárdenas, Piero Ortiz Chávez y Juan de Dios Cárdenas en la búsqueda y procesamiento de la información estadística. Asimismo, se reconocen los valiosos comentarios de Patricia del Hierro Carrillo y de los dictaminadores anónimos de una versión previa del documento, aunque cualquier error u omisión que subsistiera es de nuestra responsabilidad. g.alarcotosoni@up.edu.pe

1. Introducción

Hace unas décadas sólo las grandes empresas de hidrocarburos de América Latina (y algunas otras corporaciones particulares) figuraban en los listados internacionales de las empresas más importantes del mundo en términos de ventas, activos, patrimonio y utilidades. Esta situación ha cambiado, ya que ahora se cuenta con un mayor número de empresas de la región que participan en los más diversos sectores económicos a nivel global. Las razones para explicar esta realidad se ubicarían en dos conjuntos de elementos que interactúan entre sí. En el ámbito microeconómico confluyen factores vinculados a la mejora de las capacidades empresariales, de las prácticas y estrategias, que redundan positivamente en el desempeño de estas firmas. En el ámbito regional, se observa un entorno más propicio al desarrollo de las principales empresas de América Latina, a través de todo un conjunto de factores a nivel meta, macroeconómico, e intermedio-sectorial.

La lista de estos factores del entorno es numerosa. Se tendrían ahora menores niveles de inflación, menores desequilibrios fiscales, mejora de los términos de intercambio (Ocampo, 2007), menores tasas de interés y otros más que han redundado en un mejor desempeño del PIB real que en otras décadas del pasado. Asimismo, confluyen algunos elementos como la mayor apertura y globalización, el mayor dinamismo de la economía internacional en los años noventa, los mayores flujos de inversión extranjera y los menores costos de capital (Santiso, 2008). Sin embargo, tampoco se debe olvidar que la región ha estado sujeta a varias crisis y que la lista de los temas como la reducción de la desigualdad y la eliminación de la pobreza extrema siguen pendientes.

Este documento analiza el desempeño de las grandes empresas latinoamericanas respecto del crecimiento económico regional y las principales empresas a nivel global. Las interrogantes principales de este artículo son: ¿cuál es la participación de las 500 empresas más grandes de América Latina respecto de los agregados macroeconómicos de la región?, ¿cuál es la evolución general de estas grandes empresas latinoamericanas a través del tiempo?, ¿cuáles son las características básicas de la muestra a nivel general?, ¿convergen estas empresas hacia las firmas globales?, ¿cuáles son las fuentes, modalidades y mecanismos de financiamiento?, ¿cuál es la vinculación entre el desempeño empresarial de estas empresas y el crecimiento económico de los países en que estas se encuentran?

El artículo tiene seis secciones más las conclusiones. La primera sección corresponde a la introducción. En la segunda sección se presenta el análisis somero de algunas teorías para explicar la ampliación de la capacidad instalada, se describen las herramientas, protocolos de análisis y las fuentes de información. La tercera sec-

ción incluye la medición de la participación de esta muestra en diversos agregados macroeconómicos de la región, la distribución por países, sectores económicos y modalidad de propiedad (accionista mayoritario). En la cuarta sección se evalúa el comportamiento y desempeño empresarial a través de diversos indicadores, razones financieras y su comparación con la muestra de las 500 empresas globales. En la quinta sección se aplican los análisis de descomposición en diferencias para dilucidar las fuentes de crecimiento, modalidad y financiamiento de las empresas. En la sexta sección se exploran las relaciones de causalidad entre el desempeño empresarial y el crecimiento económico de la región.

2. Elementos teóricos y marco metodológico

A pesar de su importancia, en las diferentes estructuras de mercado características de la microeconomía estándar: competencia perfecta, monopolio, competencia monopolística y oligopolio, el proceso mediante el cual se lleva a cabo la inversión o la ampliación de la capacidad productiva no es perfectamente transparente. La mayor parte del análisis se circunscribe al corto plazo. El largo plazo, que es el periodo en el cual las firmas invierten y amplían su capacidad instalada se concibe como respuesta a una serie de señales que no son explícitas más allá de que hay demanda esperada, la operación de la firma es rentable y que con la ampliación de la escala de producción —en muchos casos— se reducen los costos unitarios.

En la competencia perfecta las empresas tienden a salir de una industria cuando incurren en pérdidas económicas. Por otra parte, amplían el tamaño de su planta si al hacerlo, disminuyen sus costos y aumentan su beneficio económico. Sin embargo, estos beneficios extraordinarios atraen a nuevos competidores, motivando que en el largo plazo sólo se obtengan beneficios normales que permitan recuperar el costo de oportunidad del capital invertido (Parkin, Esquivel y Ávalos, 2006). En el monopolio toda la atención se centra en el corto plazo, donde se establece un nivel de producción menor al que ocurriría en un mercado competitivo. De esta forma, la empresa puede también establecer un nivel de precios superior al de competencia y obtener ganancias extraordinarias en el corto y largo plazo. El proceso de ampliación de la capacidad instalada no es relevante. Tampoco en el largo plazo se explicita cual es la dinámica detallada para la ampliación de la capacidad instalada en un oligopolio o en la competencia monopolística, a excepción de que en esta última estructura de mercado las empresas mantienen una capacidad excesiva o capacidad instalada ociosa en el largo plazo.

En contraposición a los modelos microeconómicos tradicionales, en la teoría de la firma poskeynesiana los canales de vinculación entre el margen de

ganancia, la modalidad de fijación de precios de las empresas manufactureras, los programas de inversión y el crecimiento de estas empresas son más transparentes. Para crecer, las empresas se autofinancian tanto de las propias utilidades generadas a partir de los respectivos márgenes de ganancia y del patrimonio de sus grupos empresariales (Kalecki, 1956), como a través de endeudamiento con terceros. En este enfoque se relleva la presencia de incertidumbre y riesgo. Los márgenes de ganancia sobre los costos y gastos tienen que considerar una serie de elementos relativos a los efectos sustitución en la demanda de los bienes y servicios, la probable reacción de nuevas empresas y personas interesadas en participar en la industria, la eventual intervención del gobierno si estos márgenes de ganancia y de precios son excesivos y la posibilidad de autofinanciar parte de la inversión. Una revisión pormenorizada de esta perspectiva rebasa los alcances de este artículo, sin embargo pueden analizarse en Ocampo (1988), Vargas (2007) y Alarco (2011).

En cuanto a los aspectos más instrumentales de este documento, en el análisis de fuentes de crecimiento se consideran cuatro componentes. En el primero se pretende evaluar si la expansión en las ventas se explica por el crecimiento del mercado interno o del externo. En segundo lugar se analiza si este incremento en las ventas se produce como resultado del crecimiento de la rotación de activos, de la dotación de activos totales o de efectos mixtos. En tercer lugar, se determina cómo se financia la variación de los activos totales tanto por recursos propios (patrimonio) o de terceros (mayor endeudamiento). Por último, se analiza si la variación del patrimonio, que se explica principalmente por las utilidades de las empresas, tiene origen en las variaciones en el margen de ganancia, de los costos y gastos o de los efectos combinados en estas variables.

Al respecto, el tratamiento de la descomposición de las ventas entre internas y externas, y el de las fuentes de financiamiento a través de cambios en el patrimonio o de los niveles de endeudamiento son semejantes. Por otro lado, el relativo a los medios para el crecimiento a través de la rotación de los activos y la dotación de activos totales deriva de una versión simplificada de lo planteado por Steindl (1979) eliminando el componente relativo al grado de utilización de la capacidad instalada, no disponible en los datos de las 500 empresas. La misma metodología se aplica en el caso de la explicación de la variación de las utilidades por principales componentes. Para simplificar, sólo se derivará cada una de estas modalidades de análisis y luego se presenta la fórmula final de la análoga.

Las ventas (V) son el resultado del producto de la rotación de activos (R) –cociente de las ventas entre activos totales– por los activos totales (A) en la ecuación (1). Luego, tomando diferencias a ambos miembros de la ecuación (1) se determinan los tres componentes explicativos del cambio en las ventas: cambio en la rotación de activos (ΔR^*A), cambio en la dotación de activos (ΔR^*R) y efectos

mixtos ($\Delta R * \Delta A$). Por último, en la ecuación (3) se observa la contribución porcentual de cada componente al total, misma que se obtiene dividiendo ambos miembros por (ΔV) y multiplicando por 100. Con el mismo procedimiento en la ecuación (4) se muestra la descomposición de la variación de las utilidades de las empresas (ΔU) respecto de la variación del margen de ganancia ($\Delta Z * C$), la variación de los costos y gastos ($\Delta C * Z$) que denominaremos a los asociados al volumen de operaciones y los efectos mixtos ($\Delta Z * \Delta C$). En la ecuación (5) se muestra la ecuación anterior en términos de variaciones porcentuales.

$$V = R * A \quad (1)$$

$$\Delta V = \Delta R * A + \Delta A * R + \Delta R * \Delta A \quad (2)$$

$$\frac{\Delta V}{\Delta V} * 100 = \frac{\Delta R * A}{\Delta V} * 100 + \frac{\Delta A * R}{\Delta V} * 100 + \frac{\Delta R * \Delta A}{\Delta V} * 100 \quad (3)$$

$$\Delta U = \Delta Z * C + \Delta C * Z + \Delta Z * \Delta C \quad (4)$$

$$\frac{\Delta U}{\Delta U} * 100 = \frac{\Delta Z * C}{\Delta U} * 100 + \frac{\Delta C * Z}{\Delta U} * 100 + \frac{\Delta Z * \Delta C}{\Delta U} * 100 \quad (5)$$

Los casos relativos a la descomposición de las ventas entre internas y externas y de las fuentes de financiamiento de los activos son más simples ya que sus componentes simplemente se adicionan, siendo independientes entre sí. Las ventas totales (V) son la simple desagregación entre las relativas al mercado interno (I) y el externo (E) que se muestran en la ecuación (6). Luego, tomando diferencias en ambos miembros de la ecuación, dividiendo entre el incremento en las ventas (ΔV) y multiplicando por cien se tiene la descomposición en términos de variaciones porcentuales de la ecuación (7). En la ecuación (8) se muestran las variaciones porcentuales con relación a los activos totales (ΔA) explicados por la variación del patrimonio (ΔP) y de los pasivos (ΔL) que deben sumar 100%.

$$V = I + E \quad (5)$$

$$\Delta V = \Delta I + \Delta E \quad (6)$$

$$\frac{\Delta V}{\Delta V} * 100 = \frac{\Delta I}{\Delta V} * 100 + \frac{\Delta E}{\Delta V} * 100 \quad (7)$$

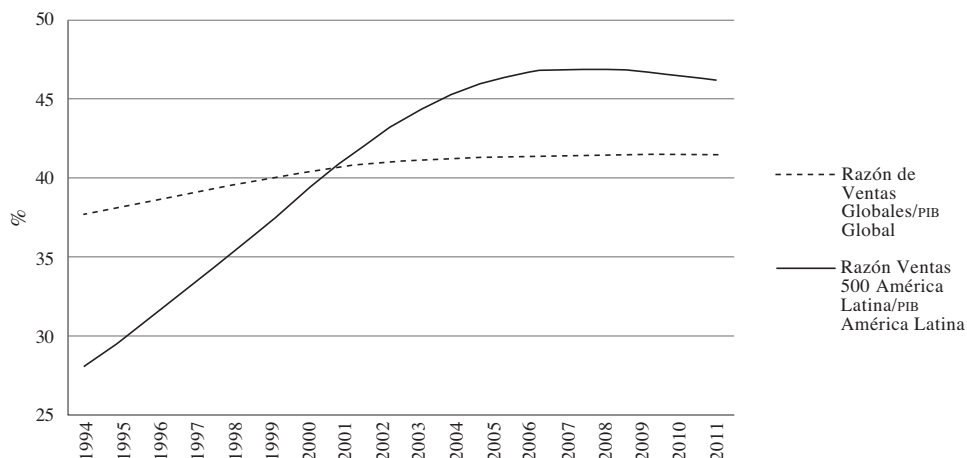
$$\frac{\Delta V}{\Delta V} * 100 = \frac{\Delta I}{\Delta V} * 100 + \frac{\Delta E}{\Delta V} * 100 \quad (8)$$

Respecto de la información básica para el análisis, América Economía (2012) señala que en el caso de las empresas abiertas las cifras de la muestra a través del tiempo fueron recopiladas y verificadas en fuentes oficiales y bolsas de valores. Aquí destacan las superintendencias de valores de los diferentes países. En el caso de las empresas cerradas fueron solicitadas a través de un cuestionario. Toda la información corresponde a ejercicios terminados en diciembre de cada año entre 1991 y 2011. En todos los casos la conversión a dólares americanos corrientes se efectúa al tipo de cambio del 31 de diciembre de cada año. En el caso de la información internacional, en todos los casos, se ha utilizado la correspondiente a los países de América Latina del Banco Mundial que cuentan con empresas en la muestra de las 500 empresas. No se utiliza la información de la región en su conjunto. Los países considerados corresponden a: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, México, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y la República Bolivariana de Venezuela. La información de las empresas globales proviene de la revista Fortune; esta como la de América Economía tuvo que ser digitalizada manualmente y verificada en diversas oportunidades.

3. Características generales de la muestra

En el gráfico 1 se muestra la participación de las ventas de las 500 empresas más importantes del mundo respecto del PIB mundial y la correspondiente a las 500 empresas de América Latina respecto del producto de la misma región. Al respecto, se pueden obtener diversas conclusiones, destacando la importancia relativa de ambos grupos de empresas respecto de sus productos, pero donde el grupo latinoamericano logra una mayor participación por encima del mundial (casi 47% con relación a menos del 42% respectivamente). Asimismo, destaca la mayor velocidad en que el grupo latino logró mayores espacios en su región respecto de lo que ocurre a nivel global. Cabe también destacar que mientras en el grupo mundial la concentración a favor de las grandes empresas sigue aumentando ligeramente, a partir del 2007 se observa una ligera reducción en la participación de las latinoamericanas. Lo anterior, implica una mayor presencia de otras empresas de menor tamaño como resultado de la reciente crisis internacional.

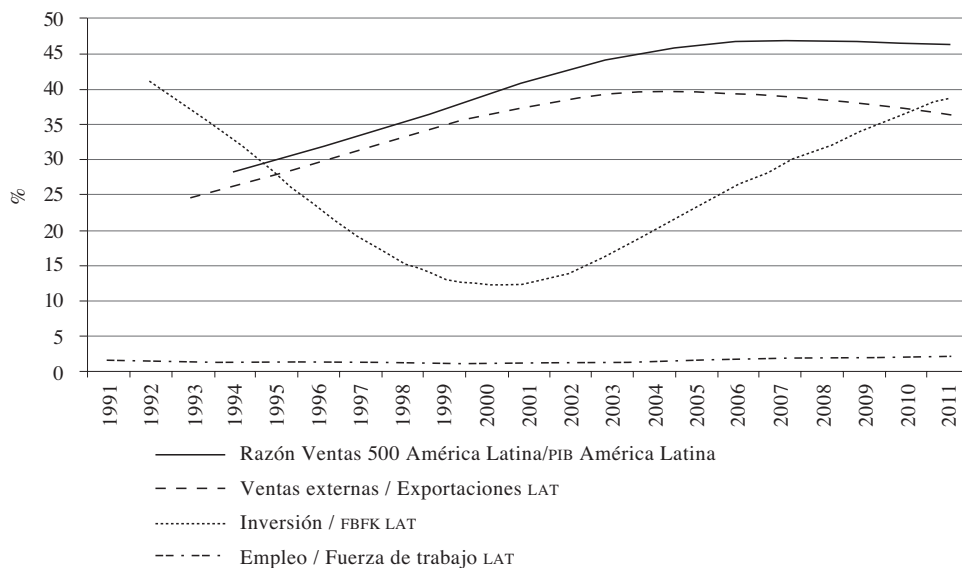
Gráfico 1
Principales ventas empresas América Latina y mundiales respecto del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en Fortune, América Economía y Banco Mundial aplicando el filtro Hodrick - Prescott.

La evolución de la contribución de las ventas, exportaciones, empleo e inversiones del grupo de las 500 empresas más grandes respecto de las mismas variables a nivel regional se observan en el gráfico 2. Mientras que las ventas de las 500 empresas más grandes de América Latina llegaron a representar casi el 47% del PIB regional, las contribuciones en cuanto a las otras variables fueron menores. Las exportaciones de las 500 empresas aportaron poco menos del 40% de las exportaciones de bienes de la región en una tendencia creciente y luego decreciente como resultado de la mayor y luego menor orientación al mercado externo. La contribución al empleo es creciente pero menor al 2.5% de la fuerza laboral regional debido a la mayor intensidad de capital del grupo de empresas seleccionadas. Por otra parte, la contribución de la inversión, evaluada como variación absoluta de los activos totales de un año respecto del anterior es fluctuante en el tiempo con un valor máximo en el primer quinquenio de los años noventa y en el segundo quinquenio de la década actual, mientras que la aportación es menor alrededor del año 2000.

Gráfico 2
Contribución de las 500 empresas al producto, exportaciones,
empleo e inversión regionales



Fuente: Elaboración propia con base en América Economía y Banco Mundial aplicando el filtro Hodrick - Prescott.

La clasificación de la muestra según sectores económicos, propiedad y país de origen se muestra en el gráfico 3. En este caso se presenta la información sobre las ventas de las 500 empresas de América Latina para tres momentos específicos de tiempo: 1995, 2001 y 2011. La clasificación según sectores económicos se ha realizado de acuerdo al criterio estándar de si las empresas se clasifican en el sector primario, secundario, terciario y multisectorial en el caso en que corresponda a conglomerados que actúan en todos los sectores productivos. El sector primario incluye a los subsectores de la minería, petróleo y gas. La agroindustria está considerada en el sector secundario al igual que todas las actividades de manufactura y la construcción; mientras que el terciario incluye al comercio, servicios públicos y privados de todo tipo, electricidad, transporte, comunicaciones y turismo. Por otra parte, el clasificador según tipo de propiedad considera las tres modalidades desarrolladas por la muestra: estatal, privada nacional y extranjera asociada a empresas que en el mercado local no son abiertas o públicas. El último criterio agrupa a las

500 empresas de acuerdo a su país de origen en tres grandes grupos. Las que se ubican en los grandes países de América Latina (Argentina, Brasil y México), en los medianos (Colombia, Chile, Perú y la República Bolivariana de Venezuela) y en los pequeños (Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Paraguay y Uruguay). La empresa binacional hidroeléctrica de Iguazú se ha incorporado en Paraguay.

Al examinar la importancia de los sectores productivos en que se ubican las empresas de la muestra se obtienen resultados no muy alentadores por la mayor aportación de los productos primarios en lugar de los procesados. Al respecto, destaca en primer lugar que las ventas de productos manufactureros, con 46% del total en 1995, pierden importancia en 2001 hasta llegar al 32% en 2011. Por el contrario, las ventas de productos primarios aumentan su contribución al partir de un 25% en 1995 y llegar al 32% de las ventas totales en 2011. Sin embargo, debemos notar que esto puede ocurrir por su asociación a la mejora de los términos de intercambio en los productos considerados y en menor medida por los nuevos proyectos de inversión en el sector primario que han elevado las cantidades producidas y exportadas. En cuanto a los servicios del sector terciario, estos elevan marginalmente su participación del 29% en 1995 hasta 30% en 2011 por el mayor crecimiento de las empresas de comunicaciones entre otras. Los conglomerados diversificados aumentan ligeramente su participación del 4% al 6% entre 2001 y 2011.

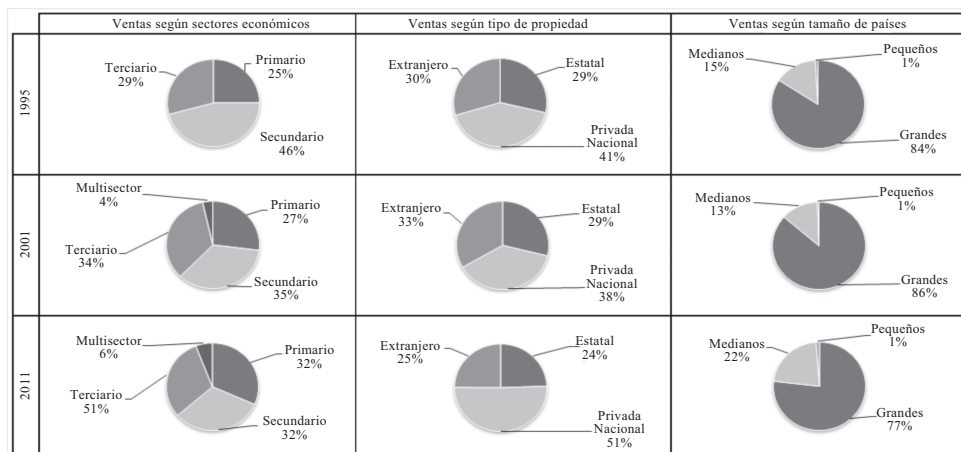
La información relativa a la estructura de propiedad de las empresas no es tan concluyente. Específicamente sólo lo es en el caso de la menor presencia de las empresas propiedad del Estado, ya que estas reducen su aportación a las ventas del 29% del total en 1995 hasta 24% en 2011. Por otro lado, entre 1995 y 2001, como resultado de la mayor apertura y transnacionalización de nuestras economías se eleva la aportación a la muestra de las empresas extranjeras del 30 al 33%, mientras que las privadas nacionales pierden importancia del 41% al 38% del total. En lo positivo, entre 2001-2011, se ha elevado significativamente la aportación de las empresas privadas nacionales del 38% al 51% del total de las ventas. Lo anterior, es un buen augurio que reflejaría la consolidación de empresas de capital nacional de cada vez mayor tamaño y dinamismo en los mercados locales e internacionales.¹

Por el lado del país de origen de las ventas de las 500 empresas destaca en primer lugar los grandes países, pero que redujeron su participación en las ventas del 84% en 1995 hasta 77% en el 2011. Luego se observa la mayor presencia de los países medianos, ya que estos aportaban el 15% de las ventas en 1995 y ahora

¹ Aunque efectivamente esta condición se podría perder en cualquier momento a través de la transferencia de acciones al capital extranjero.

tienen el 22%. Hay una mayor diversificación, pero que aún no comprende a los países pequeños, que sólo logran una participación equivalente al 1% de las ventas a lo largo del periodo bajo análisis.

Gráfico 3
Evolución de las ventas por sectores económicos, tipo de propiedad
y país de origen de las 500 empresas más grandes de América Latina:
1995, 2001 y 2011



Fuente: Elaboración propia con base en América Economía.

4. Comportamiento y desempeño empresarial

Los principales indicadores de productividad, rendimiento y endeudamiento de las 500 empresas más grandes de América Latina se muestran en el cuadro 1. En total se presentan nueve indicadores, de los cuales los cuatro primeros son los generales correspondientes al producto medio por trabajador, exportaciones por trabajador, activos por trabajador y rotación de activos. Los tres siguientes son los tradicionales para medir la rentabilidad respecto a las ventas, el total de los activos y el patrimonio; mientras que los dos últimos analizan los niveles de endeudamiento con relación al total de activos y al patrimonio.

El indicador relativo al producto medio por trabajador obtenido como el cociente de las ventas entre el número de trabajadores tiene una tendencia creciente a lo largo del tiempo, mismo que se acompaña con una trayectoria similar en el

caso de los activos por trabajador ocupado. El tercer indicador del primer grupo corresponde a las exportaciones por trabajador que también muestra una tendencia creciente con valores máximos hacia finales del primer quinquenio de la primera década del siglo XXI. A partir del 2007 las 500 empresas tienen una menor vocación exportadora al orientarse más hacia sus respectivos mercados internos.

Cuadro 1
Indicadores de productividad, rendimiento y endeudamiento de las 500
empresas más grandes de América Latina 1991-2011

	<i>Producto Medio por trabajador (US\$ mlls.)</i>	<i>Rotación de activos</i>	<i>Activo por trabajador (US\$ mlls. / trab.)</i>	<i>Exportaciones por trabajador (US\$ mlls. / trab.)</i>	<i>Rentabilidad (%)</i>			<i>Endeudamiento (%)</i>	
					<i>Utilidad Neta / Ventas</i>	<i>Utilidad Neta / Activo</i>	<i>Utilidad Neta / Patrimonio</i>	<i>Deuda / Activo</i>	<i>Deuda / Patrimonio</i>
1991	0.13	1.21	0.10	n.d.	1.34	1.63	1.55	n.d.	n.d.
1992	0.12	1.53	0.08	n.d.	2.41	3.69	2.90	n.d.	n.d.
1993	0.14	0.80	0.18	0.02	3.86	3.09	4.88	36.81	58.25
1994	0.18	0.72	0.24	0.02	4.86	3.49	5.42	35.49	55.02
1995	0.17	0.61	0.28	0.02	4.69	2.87	4.82	40.51	68.09
1996	0.19	0.72	0.26	0.04	5.97	4.27	6.89	37.99	61.25
1997	0.18	0.71	0.25	0.03	6.74	4.76	8.25	42.23	73.11
1998	0.30	0.62	0.48	0.05	4.50	2.79	5.43	48.58	94.49
1999	0.28	0.71	0.40	0.05	3.46	2.44	5.11	52.20	109.19
2000	0.26	0.88	0.29	0.06	4.83	4.27	9.01	52.62	111.08
2001	0.36	0.82	0.44	0.07	3.53	2.91	6.54	55.51	124.78
2002	0.30	0.93	0.32	0.08	0.02	0.02	0.03	47.57	90.75
2003	0.32	0.97	0.33	0.08	4.26	4.12	11.90	65.36	188.69
2004	0.30	0.95	0.31	0.06	6.18	5.89	16.69	64.72	183.48
2005	0.32	0.96	0.33	0.06	6.16	5.95	14.81	59.84	148.99
2006	0.35	0.94	0.37	0.09	7.94	7.43	16.37	54.61	120.33
2007	0.36	0.97	0.37	0.07	7.62	7.40	17.98	58.85	143.02
2008	0.32	0.95	0.34	0.08	5.33	5.03	13.42	62.49	166.61
2009	0.36	0.88	0.40	0.06	5.59	4.92	12.35	60.12	150.74
2010	0.40	0.77	0.52	0.06	7.72	5.93	14.29	58.51	141.01
2011	0.33	0.77	0.42	0.06	6.61	5.10	12.44	59.01	143.96

n.d.: No disponible.

Fuente: Elaboración propia con base en América Economía.

Con excepción de los valores iniciales más elevados de la rotación de los activos para 1991 y 1992, en los otros años estos valores son menores pero varían ligeramente en el tiempo como resultado de los cambios en las ventas y los activos. Los menores crecimientos del nivel de actividad económica, tanto en América La-

tina como del mundo reducen el valor de esta razón. En cambio, en los periodos de mayor crecimiento económico de la primera década del presente siglo, los valores de la rotación de activos son cercanos a uno. Llama la atención que en los años 2010 y 2011 la rotación de activos tenga valores reducidos como resultado de los importantes incrementos en la dotación de activos por trabajador. En un estudio previo sobre el crecimiento y concentración de los principales grupos empresariales en México se destacó que las empresas tienden a “sobreinvertir”, generando barreras a la entrada de competidores. Esta menor rotación denotaría menores niveles de productividad con respecto al uso de los activos, pero estas empresas pueden asumir los mayores costos de oportunidad del capital para garantizar sus espacios de crecimiento futuro (Alarco, 2010).

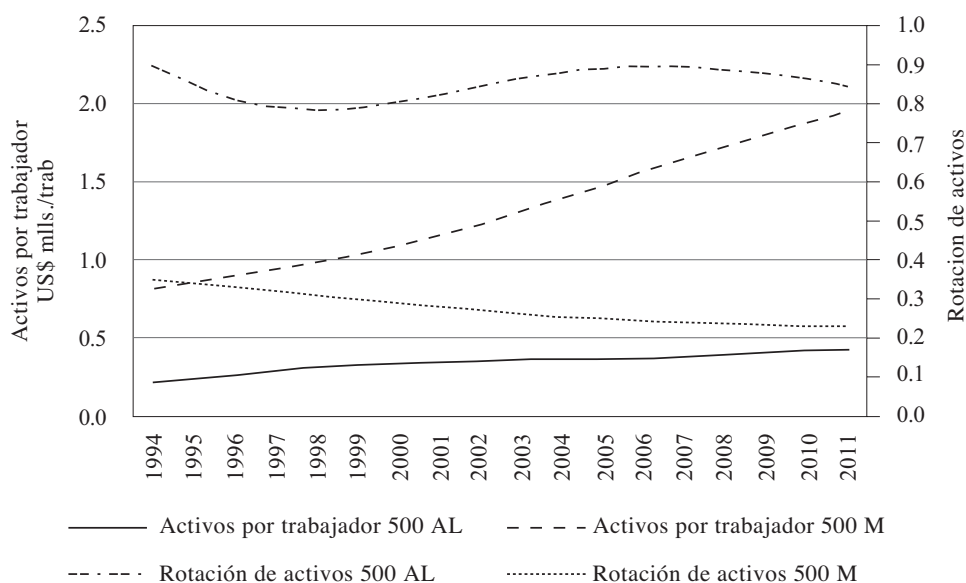
La rentabilidad de las 500 empresas más importantes de América Latina es creciente en el tiempo para los tres indicadores presentados. No obstante, esta se observa más pronunciada en el caso de la razón utilidad neta/patrimonio, que en las otras dos razones. Los mayores valores en las tres razones financieras se obtienen entre 2004 y 2007, mientras que son menores al inicio de las series estadísticas. Entre 2009 y 2010 nuevamente estos indicadores mejoran, pero se observa una ligera reducción en 2011.

Las razones financieras relativas a los niveles de endeudamiento parecieran ser procíclicas al nivel de actividad económica y los niveles de liquidez internacional. En la década de los noventas se observa una ligera trayectoria ascendente en la razón deuda/activo que se convierte en más notoria con la relativa a la razón deuda/patrimonio. En definitiva las 500 empresas más grandes de América Latina toman más capital de terceros y riesgo que antes, con picos entre 2003 y 2004. Sin embargo, ante las crisis de 1995, 2001, 2009 y la incertidumbre de 2010 tienden a reducir sus niveles de endeudamiento. Nuevamente en 2011 lo incrementan ligeramente.

En los gráficos 4, 5 y 6 se muestra un análisis comparativo entre la información de las 500 empresas de América Latina con las 500 empresas mundiales de *Fortune*. Sólo se puede analizar el producto medio por trabajador, los activos por trabajador, la rotación de activos y la rentabilidad medida a través de las razones utilidad neta/ventas y utilidad neta/activos. En todos los casos se trata de información corregida con el filtro Hodrick-Prescott. La diferencia de los niveles de capitalización por trabajador de las empresas más importantes del mundo respecto de las latinoamericanas es aún notoria. Efectivamente en el gráfico 4 queda claro que en ambos grupos de empresas los activos por trabajador van creciendo pero la brecha se va ampliando. Por estas circunstancias, la diferencia entre la rotación de activos de ambos grupos de empresas es elevada a favor de las 500 empresas de América Latina. Llama la atención, que ambas series sean decrecientes en el tiempo, donde

la caída más pronunciada se produce en las empresas globales mientras que en las latinoamericanas es menor y se observa un ligero comportamiento cíclico. Ya se ha comentado el efecto de que una reducida rotación de los activos implica mayores barreras a la entrada a los competidores. Lo anterior, por los mayores niveles de inversión por trabajador. Este hecho favorece más a las empresas mundiales que a las de América Latina.

Gráfico 4
Evolución de los activos por trabajador y rotación de activos de las 500 empresas más grandes de América Latina y 500 Mundiales, 1994-2011

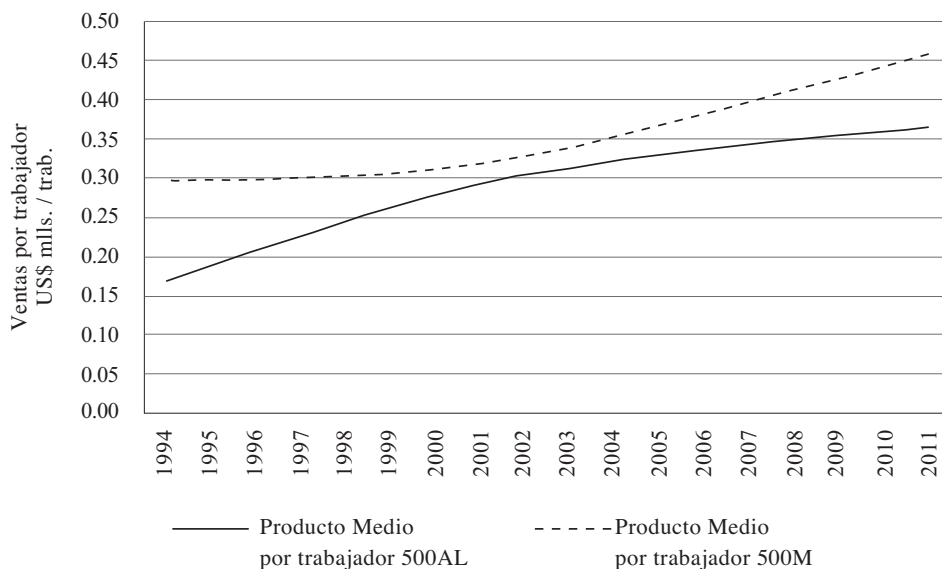


Fuente: Elaboración propia con base en América Economía y Fortune aplicando el filtro Hodrick - Prescott.

En el gráfico 5 se muestra la evolución del producto medio por trabajador donde se observa la convergencia del grupo de América Latina hacia el estándar de las 500 empresas más grandes del mundo, para después iniciar otra etapa de divergencia. En los años de mayor aproximación, 2001 y 2002, la diferencia entre un grupo y otro es ligeramente menor al 10%. Sin embargo, como resultado de la continua elevación de la inversión en activos por trabajador de las empresas

globales, la brecha nuevamente se abre a favor de éstas últimas. El producto medio por trabajador de las empresas mundiales en 2011 es alrededor del 30% superior del correspondiente a las empresas más grandes de América Latina, a pesar de que en el periodo 2002-2011 los activos por trabajador de las empresas mundiales crecieron 55%. Con estos elementos, pareciera que la contribución al producto medio de los activos por trabajador de las 500 empresas mundiales es menor a la aportación equivalente al producto medio por trabajador en el caso de las 500 empresas más grandes de América Latina.

Gráfico 5
Evolución del producto medio por trabajador de las 500 empresas más grandes de América Latina y 500 globales, 1994-2011

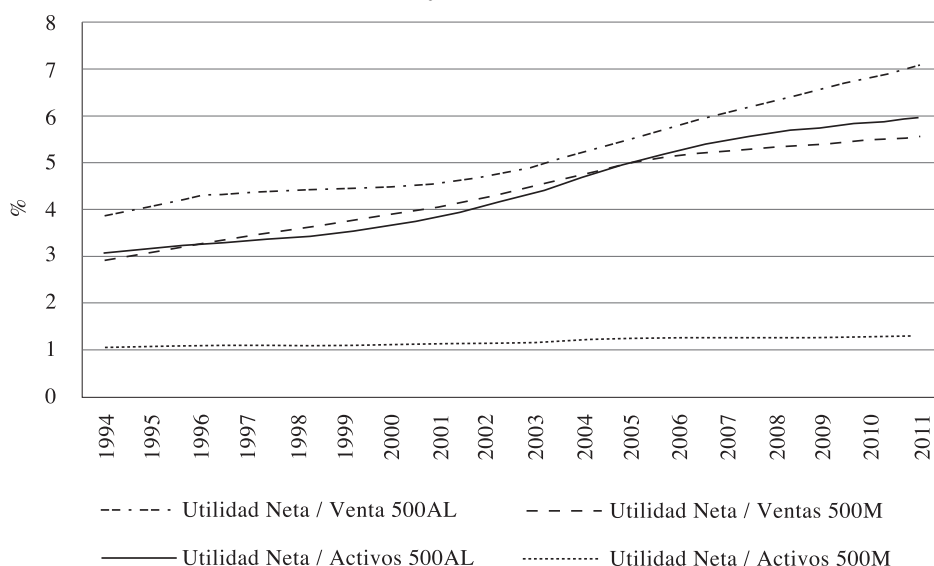


Fuente: Elaboración propia con base en América Economía y Fortune aplicando el filtro Hodrick - Prescott.

La utilidad neta/ventas y utilidad neta/ activos de las 500 empresas más grandes de América Latina son superiores, en todo el periodo bajo análisis, a las correspondientes de las 500 empresas más grandes del Mundo. En el gráfico 6 se observa que la diferencia entre estos dos grupos de análisis es de un punto por-

centual. En cambio, la diferencia entre los dos grupos de comparación en el caso de las rentabilidades respecto de los activos es más significativa, siendo cercana a cuatro puntos porcentuales a favor de las 500 empresas más grandes de América Latina. Por otra parte, es relevante señalar que ambos conjuntos de rentabilidades son crecientes en el tiempo, aunque se observa un menor crecimiento asociado a la crisis del 2001.

Gráfico 6
Evolución de las rentabilidades de las 500 empresas más grandes de América Latina y 500 Mundiales, 1994-2011



Fuente: Elaboración propia con base en América Economía y Fortune aplicando el filtro Hodrick - Prescott.

5. Fuentes de crecimiento

En el cuadro 2 se muestra el análisis de las fuentes y medios explicativos del crecimiento de las 500 empresas más grandes de América Latina entre 1993 y 2011. Este comprende la desagregación de las fuentes de crecimiento entre mercado interno y externo; la determinación de los medios como resultado de una mayor rotación de activos, una mayor dotación de activos o efectos mixtos. Asimismo, se establece la proporción en que el crecimiento de los activos se financia con recursos propios

(patrimonio) o de terceros (pasivos) y el detalle explicativo del incremento de las utilidades como resultado de la elevación del margen de ganancia, del nivel de operaciones y mixto, cuyas fórmulas se presentaron en la segunda sección de este artículo. En este cuadro se muestra la información para las variaciones ocurridas entre 1993-2011, para las variaciones ocurridas entre 1993 y 2001, los quinquenios 2001-2006 y 2006-2011. Asimismo, se observan las variaciones porcentuales anuales entre 2006 y 2011 para evaluar el comportamiento antes, durante y después del ciclo actual de la reciente crisis financiera internacional.

Cuando se revisa lo ocurrido entre 1993-2011² se obtienen conclusiones interesantes. En primer lugar, la fuente explicativa principal de las variaciones en las ventas de las 500 empresas más grandes de América Latina fueron sus respectivos mercados internos, mientras que el mercado externo fue menos importante. En segundo lugar, el crecimiento en la capacidad productiva de estas firmas se explica fundamentalmente por la ampliación en los activos (corrientes y fijos), mientras que la aportación de la mejora en la productividad del uso de los activos es ligeramente negativa, al igual que los efectos mixtos. En tercer lugar, la ampliación de los activos se financia cerca de 2/3 con recursos de terceros (pasivos) y un poco más de 1/3 con recursos propios (patrimonio y utilidades acumuladas).³ Asimismo, durante todo el periodo bajo análisis las mayores utilidades se explican por mayores volúmenes de operaciones, y en menor medida por la elevación del margen de ganancia y el efecto combinado de los dos factores anteriores.

Al respecto, estos resultados permiten distinguir una estrategia de ampliación de la capacidad instalada basada en la inversión en activos, mismos que se financian principalmente con mayor endeudamiento y una menor proporción en recursos propios. Es evidente que las grandes empresas latinoamericanas, en las etapas expansivas, han aprovechado la mayor disponibilidad de liquidez internacional. Sin embargo, en momentos de crisis la mayor parte de estas optan por la reducción inmediata de sus niveles de endeudamiento. Al mismo tiempo, mantienen márgenes de ganancia superiores a los estándares de las empresas globales, pero no los incrementan a través del tiempo. A través de este comportamiento y de la elevada inversión por trabajador limitan la entrada de nuevas empresas competidoras.

La información para la década de los años noventa, el primer y segundo quinquenio del siglo XXI tiene algunas variantes respecto de las conclusiones ante-

² Por insuficiencia de toda la información necesaria para los años 1991 y 1992 el análisis se tuvo que realizar a partir de 1993.

³ Los resultados de otros trabajos para empresas de economías desarrolladas se ubican alrededor del 50% para cada uno de estos componentes explicativos.

riores. La importancia de los mercados externos es mayor en el primer quinquenio de este siglo, respecto de lo ocurrido en los años noventa y el segundo quinquenio donde su contribución a la variación de las ventas totales fue menor al 10% del total. Con respecto a los medios que explican la ampliación de la capacidad productiva esta se produce por el incremento de los activos, intensificándose este fenómeno en el segundo quinquenio de este siglo. En este periodo, mientras aumentan los activos se reduce su rotación o productividad. Asimismo, la rotación de activos crece poco, pero el mayor aumento lo tienen entre 2001-2006.

Cuadro 2
Fuentes, medios y financiamiento de las 500 empresas más grandes de América Latina, 1993-2011

Año	Fuentes de crecimiento		Medios para el crecimiento			Fuentes de financiamiento		Origen de utilidades		
	Interno	Externo	Rotación de Activos	Dotación de activos	Mixtos	Patrimonio	Pasivos	Margen de ganancia	Volumen de operaciones	Mixto
1993/2011	80.1	19.9	-0.7	104.4	-3.7	36.7	63.3	8.3	52.0	39.7
1993/2001	79.4	20.6	2.7	94.4	2.9	26.9	73.1	-9.3	119.7	-10.5
2001/2006	67.7	32.3	16.8	73.3	9.9	46.9	53.1	44.5	23.6	32.0
2006/2011	90.3	9.7	-31.6	159.4	-27.9	36.0	64.0	-61.6	197.1	-35.5
2006/2007	104.2	-4.2	15.8	81.1	3.0	19.1	80.9	-23.2	128.8	-5.6
2007/2008	196.6	-96.6	69.9	30.9	-0.8	352.5	-252.5	97.2	4.1	-1.3
2008/2009	207.1	-107.1	-105.0	219.9	-15.0	56.5	43.5	44.6	52.7	2.8
2009/2010	79.8	20.2	-76.5	202.2	-25.8	46.3	53.7	67.5	23.0	9.5
2010/2011	22.0	78.0	8.7	90.9	0.4	30.1	69.9	153.8	-63.6	9.8

Fuente: Elaboración propia con base en América Economía.

Acorde con la expansión de la economía y liquidez internacional de la década de los noventas, el aumento de los activos se financia principalmente con pasivos. Luego, probablemente como resultado de la crisis del 2001 se eleva la participación de los recursos propios, para nuevamente revertirse a favor de la deuda con terceros. Entre 2006-2011 los recursos de terceros financian poco menos de 2/3 del incremento de los activos, frente a los recursos propios que son responsables de poco más de 1/3 del mismo. El incremento de las utilidades de las empresas en los periodos bajo análisis se explica principalmente por los volúmenes de operación, mientras que la aportación de los mayores márgenes de ganancia tienden a ser negativos en

la década de los noventa y entre 2006-2011. En el periodo 2001-2006 las utilidades crecen en primer lugar por los mayores niveles de las tasas de ganancia.

Durante la intensificación de la crisis entre 2008-2009 decrece significativamente la aportación de la variación de las ventas externas mientras que la variación de las internas se incrementa. Posteriormente, durante el periodo 2009-2010 la variación del mercado externo llega a representar poco más del 20% del total del crecimiento de las ventas. En el siguiente periodo 2010-2011 el 78% del crecimiento de las ventas se explica por el incremento las ventas al mercado externo, mientras que sólo 22% corresponde al incremento de las ventas hacia el mercado interno.

Al examinar las fuentes de crecimiento de la capacidad productiva destaca ante todo el crecimiento de los activos, a excepción de 2007-2008, mientras que la rotación de activos tiende a reducirse en el tiempo. Durante la crisis internacional las empresas reducen sus niveles de endeudamiento. Por otra parte, las utilidades se explican por mayores niveles de actividad y se elevan nuevamente entre 2009-2010 especialmente por mayores márgenes de ganancia y menos por volúmenes de operación. En el periodo 2010-2011 se reducen las utilidades principalmente por menores márgenes de ganancia.

6. Relaciones de causalidad

En esta sección se investiga la relación de causalidad dominante entre el desempeño de las 500 empresas más grandes de América Latina y el crecimiento económico de los países de la región considerados en la muestra. La primera perspectiva consiste en que el desempeño de estas 500 empresas sería resultado de lo que ocurre en la región. En este caso, son los elementos del entorno macroeconómico, del nivel meso de las políticas intermedias y del nivel meta⁴ plasmados en las tasas de crecimiento del PIB los que crean el ambiente favorable para el desarrollo de las grandes empresas de América Latina. La segunda perspectiva consiste en que el desempeño de estas empresas sería resultado de sus propias prácticas internas a nivel microeconómico, más que del entorno. Aquí podrían intervenir la implantación de mejores prácticas en el ciclo de desarrollo de nuevos productos, en la producción y comercialización, la mejora en la logística empresarial, una adecuada gestión de la innovación, la mejora de la capacidad de gestión, sistemas de control de la calidad más modernos, estrategias empresariales superiores, entre muchos otros factores propios de las firmas.

⁴ Se considera el enfoque de la competitividad sistémica desarrollado por Esser, *et al* (1996) que los divide en cuatro componentes: nivel meta, macro, meso o intermedias y microeconómicas.

En la realidad ambas perspectivas son válidas. Las 500 empresas han crecido en razón a su entorno, pero también es válido que el desempeño de éstas sea el resultado de sus propias prácticas y estrategias. Al respecto, la prueba estadística para evaluar cuál es la causalidad dominante entre ambos grupos de variables es el test de Granger, que analiza la causalidad informativa, a diferencia de la intuitiva o fáctica. Sin embargo, debe señalarse que al tratarse de una prueba estadística no se evita la posibilidad de correlaciones espurias; en todo caso se debe ser prudente con las conclusiones. En el cuadro 3 se presentan los resultados de realizar esta prueba a partir de las ventas reales, variación absoluta de las ventas reales y variación porcentual de las ventas reales de las 500 empresas y el PIB real, sus variaciones absolutas reales y variaciones porcentuales reales de los países de América Latina comprendidos en la muestra. La información del PIB real con año base 2000 y el deflactor del producto obtenido como el cociente entre la sumatoria del PBI nominal y real corresponden al Banco Mundial. Se debe señalar que como variables proxy de las ventas se probó el nivel de empleo, los activos reales y el patrimonio real de las 500 empresas más grandes de América Latina.

Cuadro 3
Pruebas de causalidad de Granger entre las ventas reales 500 empresas y el PIB real de América Latina, Muestra: 1991-2011, Rezagos: 2

<i>Hipótesis nula</i>	<i>Nº de observaciones</i>	<i>Estadístico F</i>	<i>Probabilidad</i>
Ventas reales 500 empresas no causa PIB real	19	1.40778	0.2773
PBI real no causa ventas reales 500 empresas	19	0.95307	0.4092
Variación en ventas reales 500 empresas no causa variación en el PIB real	18	2.3057	0.139
Variación en el PIB real no causa variación en ventas reales 500 empresas	18	1.15393	0.3457
Variación % en ventas reales 500 empresas no causa a variación % en PBI real	18	2.06422	0.1665
Variación % en el PIB real no cambia variación % en ventas reales 500 empresas	18	0.84287	0.4527

Fuente: Elaboración propia con base en América Economía y Banco Mundial.

Aunque con valores de probabilidad altos, la hipótesis dominante es que las ventas reales de las 500 empresas, la variación en las ventas reales y las variaciones porcentuales de las ventas reales tienen mayor capacidad explicativa

del PIB real, sus variaciones absolutas y variaciones porcentuales, que al revés. Es el desempeño empresarial (variable independiente) el que influye al producto (variable dependiente), por encima de la aportación del entorno al desempeño de las empresas seleccionadas. Esta conclusión es pertinente para las tres evaluaciones, aunque es más poderosa cuando se trabajan ambas variables a nivel de variaciones absolutas. Al respecto, este resultado abre un gran espectro de investigaciones relativas a cómo las prácticas y estrategias de las empresas vienen contribuyendo al crecimiento de las economías de América Latina.

7. Conclusiones

La teoría neoclásica de la firma tiene menores elementos y capacidad explicativa que la teoría poskeynesiana para abordar el desempeño de las grandes empresas latinoamericanas. Las empresas crecen de manera continua atendiendo tanto el crecimiento de los mercados internos como externos, con énfasis diferenciado en el tiempo. La ampliación de la capacidad de la capacidad instalada se realiza a través del incremento de la dotación de activos por trabajador, mismo que se financia principalmente –en el periodo bajo análisis– por capital de terceros (2/3) y menos por capital propio (1/3). Asimismo, estas empresas no tienden a elevar sus márgenes de ganancia, sino que generan mayores volúmenes de ganancias a través de mayores niveles de actividad económica.

El fenómeno del crecimiento acelerado de las grandes empresas de América Latina es reciente, a diferencia de lo que ocurre con las empresas de mayor dimensión a nivel global. Es interesante anotar que como resultado de este crecimiento acelerado, logran una mayor participación en el producto que las empresas a nivel mundial. Sin embargo, esta evidencia positiva tiene su contrapartida en un fenómeno de mayor concentración en nuestra región respecto de lo que ocurre a nivel internacional. Obviamente los posibles impactos negativos de este fenómeno no son materia de este estudio.

Las grandes empresas latinoamericanas contribuyen efectivamente al producto regional, mientras que su aportación es menor en el caso de las exportaciones, denotando la importancia de los mercados internos. Obviamente la contribución a la formación bruta de capital es fluctuante en el tiempo y la del empleo es poco significativa por la mayor intensidad de capital en los procesos de producción e inversión en las grandes empresas respecto de los otros tamaños menores de firmas. Se ratifica la percepción de que las grandes empresas son dinámicas pero poco empleadoras y que la elasticidad empleo-producto es reducida pero creciente en la medida en que se consolida la expansión de las firmas latinoamericanas.

La mejora de los términos de intercambio asociados principalmente a los productos primarios ha incrementado la participación de las ventas del sector primario respecto de los otros sectores productivos, reduciendo la aportación de las grandes empresas del sector manufacturero. Los servicios y los conglomerados se han elevado marginalmente. Por el lado de la estructura de propiedad destaca en positivo la mayor aportación de las empresas privadas de capital nacional, mientras que las propiedad del Estado y las extranjeras reducen su participación en el total. Si bien los grandes países de América Latina son el hogar predilecto para las grandes firmas, los países medianos han incrementado su participación a lo largo del tiempo.

El producto medio por trabajador de las grandes empresas latinoamericanas convergió al promedio de las 500 empresas más grandes del mundo en 2001-2002, aunque sin alcanzarlas. Sin embargo, de ahí a la fecha nuevamente se ha abierto la distancia como resultado de una intensificación de la inversión en activos por trabajador a nivel global. Llama la atención que con esos niveles de inversión la rotación de activos de las grandes empresas es muy reducida respecto de lo que ocurre en América Latina. La productividad del capital de las grandes empresas globales pareciera menor, hecho que coincide con las menores tasas de rentabilidad con relación a lo que ocurre en nuestra región. No obstante lo anterior, las barreras a la entrada que imponen las grandes empresas globales -por los mayores niveles de inversión por trabajador- son mayores a las de América Latina. Los niveles de deuda respecto de los activos y del patrimonio son procíclicos a los niveles de actividad económica y liquidez internacional. Las empresas latinoamericanas se adaptan continuamente a la coyuntura económica y financiera internacional.

Al examinar las relaciones de causalidad entre el desempeño empresarial y el crecimiento económico de la región, la relación dominante es que la primera variable explica a la segunda y no al revés. Un mayor desarrollo empresarial contribuye al crecimiento económico, aunque no se niega que el entorno favorezca al desarrollo empresarial. La relación principal aquí es que el comportamiento y desempeño empresarial a nivel microeconómico es el que explica en mayor medida su propia performance. La lista de metodologías para mejorar el desempeño de estas empresas sería numerosa y su descripción rebasaría los alcances de este artículo. Santiso (2008) señala que muchas empresas latinoamericanas ya están a la vanguardia mundial, como las relativas a las tecnologías para la fabricación de aviones en el Brasil, la capacidad logística en el cemento de una empresa mexicana, entre muchas otras.

Este estudio abre más espacios para profundizar en las políticas, prácticas y estrategias a nivel microeconómico que pueden coadyuvar a mejorar el desempe-

ño de las grandes empresas latinoamericanas. El adecuado desempeño de éstas es principalmente resultado de su propio esfuerzo. Sin embargo, esto no significa que nuevamente, como en otras décadas atrás, el Estado quede al margen. La política industrial a través del trabajo caso por caso debe acompañarse del mantenimiento y mejora continua del entorno. Se debería tratar de apoyar que las firmas internalicen un conjunto de mejores prácticas empresariales que son útiles para lograr un crecimiento más acelerado.

Referencias

- Alarco, G. (2011), “Márgenes de ganancia, financiamiento e inversión del sector empresarial peruano (1998-2008)”, *Revista de la CEPAL*, N°105 (LC/G.2508-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre, pp. 123-139.
- Alarco, G. y P. del Hierro (2010), “Crecimiento y concentración de los principales grupos empresariales en México”, *Revista de la CEPAL*, N°101 (LC/G.2455-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto, pp. 179-197.
- América Economía (2012), “Las 500 Mayores Empresas de América Latina”, Santiago de Chile, Nanbei, julio, N°413, pp. 90-109.
- América Economía (2011), “Las 500 Mayores Empresas de América Latina”, Santiago de Chile, Nanbei, julio, N°401, pp. 104-123.
- América Economía (2010), “Las 500 Mayores Empresas de América Latina”, Santiago de Chile, Nanbei, julio, N°389, pp. 90-109.
- América Economía (2009), “Las 500 Mayores Empresas de América Latina”, Santiago de Chile, Nanbei, julio, N°377, pp. 104-123.
- América Economía (2008), “Las 500 Mayores Empresas de América Latina”, Santiago de Chile, Nanbei, julio, N°361, pp. 110-129.
- América Economía (2007), “Las 500 Mayores Empresas de América Latina”, Santiago de Chile, Nanbei, julio, N°344, pp. 108-127.
- América Economía (2006), “Las 500 Mayores Empresas de América Latina”, Santiago de Chile, Nanbei, agosto, N°327, pp. 113-137.
- América Economía (2005), “Las 500 Mayores Empresas de América Latina”, Santiago de Chile, Nanbei, julio-agosto, N°303-304, pp. 84-103.
- América Economía (2004), “Las 500 Mayores Empresas de América Latina”, Santiago de Chile, Nanbei, julio, N°280-281, pp. 62-82.
- América Economía (2003), “Las 500 Mayores Empresas de América Latina”, Santiago de Chile, Nanbei, julio, N°257-258, pp. 72-97.

- América Economía (2002), "Las 500 Mayores Empresas de América Latina", Santiago de Chile, Nanbei, julio, N°235, pp. 46-65.
- América Economía (2001), "Las 500 Mayores Empresas de América Latina", Santiago de Chile, Nanbei, agosto, N°213, pp. 82-105.
- América Economía (2000), "Las 500 Mayores Empresas de América Latina", Santiago de Chile, Nanbei, julio, N°188, pp. 82-105.
- América Economía (1999), "Las 500 Mayores Empresas de América Latina", Santiago de Chile, Nanbei, julio, N°163, pp. 68-97.
- América Economía (1998), "Las 500 Mayores Empresas de América Latina", Santiago de Chile, Nanbei, noviembre, N°146, pp. 36-55.
- América Economía (1997), "Las 500 Mayores Empresas de América Latina", Santiago de Chile, Nanbei, noviembre, N°125, pp. 56-77.
- América Economía (1996), "Las 500 Mayores Empresas de América Latina", Santiago de Chile, Nanbei, diciembre, N°114, pp. 92-127.
- América Economía (1995), "Las 500 Mayores Empresas de América Latina", Santiago de Chile, Nanbei, diciembre, N°102, pp. 66-90.
- América Economía (1994), "Las 500 Mayores Empresas de América Latina", Santiago de Chile, Nanbei, diciembre, N°90, pp. 52-79.
- América Economía (1993), "Las 500 Mayores Empresas de América Latina", Santiago de Chile, Nanbei, diciembre, N°79, pp. 50-78.
- América Economía (1992), "Las 500 Mayores Empresas de América Latina", Santiago de Chile, Nanbei, diciembre, N°68, pp. 46-79.
- Bureau of Economic Analysis (2012a). "Real GDP (chained 2005 dollars)." Dataset: Current-Dollar and "Real" Gross Domestic Product. Available at: <http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp> (accessed 1 October 2012).
- Bureau of Economic Analysis (2012b). "GDP (current dollars)." Dataset: Current-Dollar and "Real" Gross Domestic Product. Available at: <http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp> (accessed 1 October 2012).
- CNN Money (2012), "Fortune 500: A database of 50 years of FORTUNE's list of America's largest corporations". Available at: http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500_archive/full/1955/index.html (accessed 1 October 2012)
- Esser, K. *et al* (1996), "Competitividad sistémica: nuevo desafío para las empresas y la política", *Revista de la CEPAL*, N°59 (LC/G.1931-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto, pp. 39-52.
- Fortune (2012), "Global 500 annual ranking of the world's largest corporations" Available at: <http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/> (accessed 2 October 2012)

- Kalecki, M. (1956), *Teoría de la dinámica económica*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Ocampo, J. A. (2007), “La macroeconomía de la bonanza económica”, *Revista de la CEPAL*, N°93 (LC/G.2347-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre, pp. 7-29.
- Ocampo, J. A. (1988), “De Keynes al análisis poskeynesiano”, *Economía postkeynesiana*, J.A. Ocampo (ed.), México, D.F., Fondo de Cultura Económica, pp. 9-61.
- Parkin, M., G. Esquivel y M. Ávalos (2006), *Microeconomía Versión para Latinoamérica*, México, Editorial Pearson Educación de México.
- Santiso, J. (2008), “La emergencia de las multilatinas”, *Revista de la CEPAL*, N°95 (LC/G.2382-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto, pp. 7-30.
- Steindl, J. (1979), *Madurez y estancamiento en el capitalismo norteamericano*, México, Editorial Siglo Veintiuno.
- Urrunaga, R., G. Berastain y L. Bravo (1994), “Desempeño empresarial durante el proceso de estabilización”, *Serie Cuadernos de Investigación*, N° 21, Lima, Centro de investigación de la Universidad del Pacífico.
- Vargas, G. (2007), “La nueva microeconomía dinámica”, *Investigación económica*, vol. 66, N° 262, México, D.F., Universidad Nacional Autónoma de México, pp. 171-204.
- World Bank (2012), World Development Indicators Online (WDI) database <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=1&id=4> (accesed 12 November 2012).