cado el *boom* especulativo fue de corta duración y tuvo una brusca caída en mayo de 1979.

En la práctica, el mercado de valores se convirtió básicamente en un mercado de dinero a corto plazo, aunque los cambios de 1975 pretendían convertirlo en una fuente alternativa de financiamiento a largo plazo.[26] Solamente en su primer año de colocación los Cetes alcanzaron 47% del valor total negociado en el mercado de valores.

Como instrumento de financiamiento a las empresas, el mercado accionario en México le ha servido a un reducido número de empresas y grupos empresariales y solamente durante las coyunturas de incrementos de precios de las acciones, desde 1977 hasta mediados de 1979 y, como se verá posteriormente, entre 1984 y octubre de 1987. A partir de 1991 se abrió un nuevo ciclo que, sin embargo, se ha visto interrumpido varias veces desde la primera mitad de 1992.

[26] Guillermo Ejea *et al.*, *op. cit.*, pp. 40-41.

3. LA EVOLUCIÓN DE UNA ESTRATEGIA DE ACUMULACIÓN DEFENSIVA ANTE LA INMINENCIA DE LA CRISIS, 1974-1982

Revisando los pronósticos de las grandes corporaciones privadas en 1981 parecería que, a pesar de un reconocimiento generalizado sobre los problemas económicos por los que atravesaba el país, no se apreciaba cabalmente la inminencia de una crisis de grandes magnitudes. Por contraste, basta con analizar el comportamiento de su capital para identificar cuáles eran en realidad las expectativas sobre el futuro inmediato.

Los propietarios de las empresas que desplegaban mayor capacidad de expansión llevaban varios años instrumentando paralelamente una estrategia en defensa de su capital.

La experiencia en la devaluación de 1976 y la notoria sobrevaluación del peso, le conferían a la inversión en dólares la capacidad de ser la mejor reserva de valor posible y definitivamente un negocio potencial muy superior a mantener el capital atado materialmente a las empresas, como equipo de producción y mercancías a la venta.

La búsqueda de esta reserva de valor se trasmitió rápidamente del gran capital hacia un amplio sector de ahorradores que se sumó a la tendencia de convertir su capital (grande o pequeño) a dólares.

Esto afectó, como vimos, la estructura de los depósitos bancarios internos en cuanto a su denominación[1] y su plazo. Sin embargo, la opción preferida fue el retiro con fines de depósito en bancos del exterior. Se generalizó la tendencia a convertir en dólares toda forma de capital ahorrado, aprovechando su gran disponibilidad debida a las exportaciones petroleras y a la creciente afluencia de crédito externo.

[1] En un esfuerzo por contener la fuga de capitales el Banco de México autorizó la apertura de cuentas denominadas en dólares.

Pero no todos los pesos convertidos provenían de depósitos bancarios, propiedades vendidas o "dinero bajo el colchón". Una parte sustancial era capital invertido en empresas como capital productivo o comercial.

Resulta importante resaltar el origen de las fugas por las severas consecuencias que tuvieron sobre la economía en su conjunto al convertirse en una estrategia de inversión personal de los empresarios que descapitalizó a sus empresas y dio origen a un fenómeno muy particular de *sustitución de recursos propios por recursos ajenos de fuentes externas*.

Entre 1974 y 1982 el conjunto de los grupos requirió de abundantes recursos dinerarios. La principal fuente de estos recursos fue la deuda externa, pero, adicionalmente, los altos índices de depreciación sustentados en la dimensión del capital fijo de sus empresas y en una política económica protectiva y deficiente en regulación fiscal les permitió acrecentar al máximo su disponibilidad año con año.

Esta afluencia excedentaria de recursos permitió que por una parte los grupos mantuvieran una política de inversión productiva creciente y una agresiva política de centralización de capital. Pero, paralelamente, dejaron de invertir capital propio y retiraron de la producción recursos a los cuales los empresarios en forma personal les dieron un destino especulativo de la futura paridad cambiaria.

En síntesis, *endeudaron a sus empresas para mantenerlas operando y sin perder el control accionario de las mismas protegieron su capital personal.*

Esto nos conduce al análisis del origen de los recursos para, a continuación, explicar los mecanismos de sustitución, las estrategias de inversión y sus consecuencias financieras.

Deuda externa privada

El tema de la deuda externa se encuentra en el centro mismo del análisis, tanto de éste como del siguiente capítulo, debido a que se convirtió en un factor explicativo y articulador de los acontecimientos de naturaleza financiera que protagonizaron el conjunto de los grupos entre 1974 y 1982.

Su capacidad de endeudamiento presentó dos facetas: por una parte posibilitó su poder de centralización y su estrategia de sustitución de capital, y por otra les situó en pocos años al borde de la insolvencia.

Existe una vasta bibliografía sobre las deudas externa e interna de México, así como de su estructura en los diversos sectores de actividad nacionales, que abarca el periodo que estamos analizando[2] cubriendo ampliamente los aspectos macroeconómicos del tema.

Por consiguiente, en este apartado sólo destacaré aquello que concierne a las facultades de los grupos como centralizadores de capital dinero ajeno y la relación de su endeudamiento con sus estrategias de inversión.

Según vimos en el capítulo 2, los flujos de créditos bancarios externos a México comenzaron a cobrar importancia a mediados de los años sesenta.

Si analizamos todos los renglones que componían la deuda externa del país al comenzar la siguiente década, según los datos presentados por un estudio pionero de la Universidad de Harvard complementados con otras fuentes,[3] aquélla alcanzaba 7 519 millones de dólares en 1970, de los cuales 51% estaba conformado por créditos de la banca privada internacional, principalmente estadounidense (44%). Los siguientes rubros en importancia eran créditos comerciales de proveedores en 18% y créditos blandos de organismos bilaterales y multilaterales en 15% (cuadro 10).

Los 7 500 millones de dólares representaban 76.6% del total de importaciones de capital del país, triplicando los 2 568 millones de dólares de inversión directa acumulada a diciembre de ese mismo año. Estas

[2] Algunas de las obras más importantes son: tres textos de Rosario Green: *El endeudamiento público externo de México, 1940-1973*, México, El Colegio de México, 1976; *Estado y banca transnacional de México*, México, Ceestem-Nueva Imagen, 1981; *La deuda externa de México, 1973-1987*, México, SRE-Nueva Imagen, 1988. Tres textos de José Manuel Quijano (dos como coordinador), *México: Estado y banca privada*, México, CIDE, 1981; *La banca: pasado y presente*, México, CIDE, 1983; *Finanzas, desarrollo económico y penetración extranjera*, México, UAP, 1985. María Elena Cardero, *Patrón monetario y acumulación en México*, México, Siglo XXI, 1984; México, Bárbara Stallings, *Banqueros para el Tercer Mundo*, México, Alianza Editorial Mexicana, 1987; John C. Pool y Stephen Stamos, *International Economic Policy*, Lexington Books, 1989; Fernando Beristáin e Isaac Katz, *Reestructuración de la deuda externa del sector privado*, México, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, 1989.

[3] Edmundo Sánchez Aguilar, *La deuda externa de México*, tesis doctoral de la Universidad de Harvard, Boston, 1973; *México en cifras*, México, Banamex, 1974-1976; *El mercado de valores*, México, 5 de mayo de 1973, p. 113; "La dimensión de la deuda externa de México", México, estudio de Sintemex, febrero de 1976; reportes anuales del Banco Mundial y el International Bank for Reconstruction and Development.

CUADRO 10

DEUDA EXTERNA DE MÉXICO POR TIPO DE PRESTATARIO

(Millones de dólares)

Año	Banca privada estadounidense	Banca europea, canadiense y japonesa	Eximbank, BID, Banco Mundial	Bonos denominados en divisas	Pagarés en pesos	Crédito comercial de proveedores	Total
1960	385	–	353	–	–	200	938
1961	480	–	446	17	–	200	1 143
1962	640	–	481	36	–	300	1 467
1963	710	–	535	77	–	400	1 722
1964	875	–	538	162	–	500	2 075
1965	1 165	–	402	202	–	753	2 522
1966	1 325	–	736	248	299	834	3 442
1967	1 670	100	861	353	393	840	4 217
1968	2 195	200	974	473	462	1 002	4 306
1969	2 705	300	1 094	508	522	1 059	6 188
1970	3 305	500	1 136	486	760	1 332	7 519
1971	3 990	1 000	1 247	492	870	1 434	9 033
1972	5 000	1 500	1 478	583	958	1 500	11 019

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, reportes anuales y OCDE Financial Statistics, citados por Sánchez Aguilar, *op. cit.*; *El mercado de valores*, México, 5 de mayo, 1973, p. 113; "La dimensión de la deuda externa de México", México, Estudio de Sintemex, febrero de 1976.

cifras expresaban contundentemente la tendencia a la superación de la inversión directa por la indirecta que se inició a partir de 1963. Si en 1960 la relación de deuda externa a inversión directa era de 0.83, en 1963 pasa a 1.08, en 1966 a 1.71, en 1969 a 2.59, en 1972 a 3.73 y en 1976 la superaba ya en 6.82 veces.

Aunque durante los años sesenta el ahorro interno centralizado por la banca privada y mixta había sido el factor más dinámico de financiamiento del país, la deuda externa total comenzó a cobrar un peso considerable con gran rapidez mostrando la insuficiencia del primero para acoplarse a la dinámica de crecimiento de México: la relación de financiamiento ahorro externo/ahorro interno pasó de 0.39 en 1965 a 0.60 en 1970 y a 0.81 en 1976 (cuadro 11).

En cuanto a la distribución de los créditos de la banca estadounidense, que por razones obvias fue la que acaparó la demanda mexicana con gran celeridad, el estudio citado muestra que la mayor parte del financiamiento registrado en una encuesta a 99 bancos de Estados Unidos se dirigía al sector público al inicio de los años setenta (54%), aunque las

CUADRO 11

RELACIÓN DE FINANCIAMIENTO CON AHORRO INTERNO Y EXTERNO

(Millones de dólares)

Año	Sistema financiero local	Créditos del exterior	Total	Ahorro externo/ ahorro interno
1965	5 745	2 269	8 014	0.39
1966	6 687	3 361	10 048	0.50
1967	7 231	4 211	11 442	0.58
1968	8 207	5 144	13 351	0.63
1969	10 196	6 131	16 327	0.60
1970	12 008	7 246	19 254	0.60
1971	13 579	8 931	22 510	0.66
1972	16 041	11 019	27 060	0.69
1973	18 884	13 519	32 403	0.72
1974	23 335	17 387	40 722	0.75
1975	29 794	22 554	52 348	0.76
1976	36 281	29 454	65 735	0.81

FUENTE: Misma del cuadro 10.

compañías privadas mexicanas comenzaban a cobrar importancia rápidamente. Por su parte el crédito a subsidiarias de compañías estadounidenses desde la década anterior y hasta la mitad de los años setenta jamás rebasó el 12 por ciento.

El endeudamiento de los grupos, 1974-1983

La muestra que utilizamos en este trabajo es aceptablemente representativa del proceso de endeudamiento bancario de las mayores empresas y grupos empresariales privados y públicos del país, que tradicionalmente han sido los únicos sujetos de crédito externo además del gobierno federal y los mayores consorcios bancarios nacionales.

La pequeña y mediana empresas, al no ser sujetos de crédito internacional, permanentemente se tienen que sujetar a mayores costos financieros y menor disponibilidad de recursos.

Sin embargo, deben distinguirse del conjunto de las medianas y pequeñas empresas a aquellas que forman parte de algún grupo empresarial fuerte, ya que cuentan con los avales del mismo para conseguir financiamiento y colocarse en una posición competitiva preferente.

Existen ciertas variaciones con respecto a las estimaciones de los autores que cité sobre el total del endeudamiento privado externo para el año 1982. Resulta aún más difícil precisar el total de la deuda externa de tipo bancario para este sector (excluyendo créditos de proveedores), y de esta forma poder compararla con los datos similares para nuestra muestra a fin de evidenciar su representatividad. Tenemos que conformarnos con un rango de aproximación.

Si tomamos las cifras de Rosario Green, que indican una deuda externa privada total de 20 500 millones de dólares, de la cual 13 800 eran de entidades no bancarias, tenemos que la deuda externa bancaria de nuestra muestra (excluyendo a las empresas públicas) que ascendía a 4 541 millones representa 33 por ciento.

Si nos basamos en los datos de Carlos Tello, procediendo a ajustar la deuda externa de entidades no bancarias restando sus créditos de proveedores, entonces el peso de nuestra muestra se sitúa entre 40 y 50 por ciento.

De cualquier forma las cifras muestran una considerable concentración del endeudamiento privado externo nacional.

Las relaciones financieras de los grupos que confirman su dependencia del crédito bancario total (externo e interno) se mantuvieron en

niveles críticos durante todo el periodo que estamos analizando en este apartado. Definitivamente son menores que las que se presentaron con posterioridad a 1982, pero esto se debió al peso que alcanzó la deuda bancaria externa por efecto de la drástica devaluación en ese año (entre diciembre de 1981 y de 1982 el tipo de cambio controlado se incrementó en 294% y el libre lo hizo en 487).

La preferencia por los pasivos bancarios tendió a mantenerse permanentemente, con mínimas excepciones, por arriba de 50% con relación al total de endeudamiento.

A este respecto destacan dos hechos: por una parte el que las empresas o grupos de propiedad estatal se cuentan entre los que presentaban una mayor dependencia del crédito bancario, y por la otra el que las de origen extranjero mostraban una situación totalmente opuesta, manteniendo en general una baja relación de pasivos bancarios a sus pasivos totales.

Con relación a las empresas extranjeras los datos muestran que aunque mantuvieron políticas similares de fuerte apalancamiento total (sus relaciones de pasivo total a activos totales son parecidas a las de empresas nacionales) aprovecharon su capacidad de contar con financiamiento de sus proveedores, que en gran medida son empresas de su propio grupo internacional, o bien de créditos de sus casas matrices que las sitúa en una posición de competencia ventajosa.

La capacidad de acumular recursos propios, ya sea por inyecciones frescas de capital o por las reservas y las utilidades acumuladas a lo largo de varios años, aparece en el capital contable de las empresas. Relacionándolo con sus pasivos bancarios encontramos también una tendencia general al deterioro y a la dependencia en la renovación de dichos créditos para poder tener capacidad de pago a largo plazo.

En un gran número de los grupos la razón del pasivo bancario con el capital contable hacia el final del periodo ya superaba la relación de uno a uno, de nuevo, especialmente, en el caso de las empresas estatales.

En este caso también las corporaciones de capital extranjero mantuvieron un comportamiento similar, mostrando su renuencia a capitalizar utilidades o a invertir capital propio en sus empresas de México.

En 1975, y especialmente durante 1976, el pasivo bancario de los grupos se incrementó considerablemente: 40% para las manufacturas y 60% para el sector minero (cuadro 12). Debido a la recuperación de utilidades durante 1977 y 1978 la contratación de nuevos créditos disminuyó, aunque se mantuvo a niveles absolutos muy altos.

CUADRO 12
PASIVO BANCARIO, 1974-1982
(Tasas de crecimiento, 1978=100)

Años	*Total*	*Minería*	*Manufactura*	*Comercio*
1975/1974	20.03	28.00	20.57	0.94
1976/1975	40.68	60.4	40.38	– 1.15
1977/1976	– 6.08	– 13.02	– 4.95	– 18.82
1978/1977	– 6.09	– 14.9	– 5.17	– 22.03
1979/1978	14.49	3.31	15.68	– 25.76
1980/1979	25.91	– 8.72	27.7	204.23
1981/1980	28.93	7.4	29.42	55.4
1982/1981	118.6	190.13	113.04	11.01

NOTA: Total de grupos considerados = 72.
FUENTE: Jorge Basave, Carlos Morera, Ricardo Reyes y Carlos Strassburger, *Los grupos financieros empresariales en México, 1974-1987. Indicadores financieros*, México, UNAM, 1995.

En 1980 vuelve a acelerarse el ritmo de contrataciones para alcanzar tasas superiores a 25% anual en el sector manufacturero.

Aunque entre 1977 y 1978 los grupos comenzaron a contratar mayores proporciones de crédito interno, para 1979, en plena euforia de confianza en la capacidad del país para generar cuantiosas divisas por sus exportaciones petroleras, de nueva cuenta los pasivos bancarios extranjeros volvieron a incrementarse sustancialmente (cuadro 13). La excepción fue de nuevo el sector de comercio que recurría poco al crédito bancario.

La preferencia por el crédito externo se basó, como veremos más adelante, en dos ventajas comparativas: su disponibilidad y su costo.

Adicionalmente, mientras se contrataba crédito externo en su mayor parte a largo plazo, en el interno predominaba el plazo corto.

La preferencia por el crédito bancario como recurso de financiamiento por encima de la emisión accionaria, además de deberse a la precariedad del mercado y a una mentalidad empresarial poco dispuesta a desprenderse del control, tuvo un enorme incentivo en el régimen fiscal prevaleciente que permitía la deducción del total de los intereses pagados en el Impuesto Sobre la Renta de las empresas y, a partir de 1974, en una nueva disposición que permitió deducir el total de las pérdidas cambiarias.

Es importante tomar en consideración algunas de las condiciones internacionales de captación y financiamiento que prevalecieron durante el periodo y que alentaron el flujo de recursos crediticios hacia México.

CUADRO 13
ESTRUCTURA DEL PASIVO BANCARIO EN 22 GRUPOS DE LA MUESTRA, 1979
(Miles de millones de pesos)

Grupo	*Pasivo bancario. Total*	*Interno (%)*	*Externo (%)*
Celanese	1 051 439	14	86
Celulosa	406 477	56	44
Moctezuma	2 289 977	42	58
Frisco	23 940	0	100
Condumex	1 447 116	44	56
DESC	77 980	12	88
Eaton	410 926	37	63
La Moderna	902 575	0	100
Tolteca	1 628 822	1	99
Loreto y Peña Pobre	231 156	65	35
Vitro	8 021 136	33	67
Alfa	19 477 457	28	72
Minera México	518 293	0	100
San Luis	441 354	0	100
Peñoles	2 581 790	2	98
Purina	710 074	46	54
Resistol	867 844	24	76
Negromex	166 694	53	47
Reynolds	163 656	24	76
Spicer	321425	72	28
Union Carbide	585 700	31	69
VISA	11 214 341	41	59

FUENTE: Elaboración propia con base en "Notas de los Estados Financieros de los grupos en 1979", México, BMV.

Aun antes del *boom* petrolero de México, el país ya se encontraba entre los clientes latinoamericanos preferentes de la banca internacional, junto con Brasil y Venezuela. La evaluación del Riesgo Crediticio por País (Country Credit Risk) que estas entidades financieras utilizan para clasificar las capacidades de pago de cada nación en el mundo según criterios y proyecciones económicas y políticas, se flexibilizó permanentemente para México durante los años setenta.

Apoyándose en estas expectativas la avalancha crediticia hacia el país atrajo incluso a bancos medianos estadounidenses y para 1972 554 bancos extranjeros contaban con registro de la Secretaría de Hacienda para operar en México. Para 1979 se habían incrementado a más de 940 y se habían establecido más de 50 oficinas de representación en la ciudad de México.

Estas mismas representaciones facilitaron también la concertación entre sus clientes y sus oficinas matrices para la apertura de cuentas en dólares en el exterior (ya que ellas mismas no estaban autorizadas a recibir depósitos) al encontrar en el país un mercado importante de captación y recursos.

La capacidad de estas instituciones para captar recursos en el mercado de eurodólares les permitió especular con las tasas de interés basadas en su conocimiento y control de los mercados de dinero. De esta forma, los créditos que otorgaban a largo plazo eran con dinero conseguido en el mercado (*funding*) a corto plazo y la diferencia en las tasas de interés se convertía en una ganancia extraordinaria.

Por esta razón sus centros de captación en Europa (*funding centers*) se convirtieron, en la práctica, en entidades con autonomía para generar utilidades (*profit centers*) que competían en ese sentido con los de otros bancos.

Un ejemplo de la oferta de crédito, hasta cierto punto ilimitada, que prevaleció, se encuentra en las "líneas de crédito abiertas" con las que contaban prácticamente todas las empresas de la muestra y que en algunos casos representaban montos superiores a su endeudamiento efectivo total.

Fue una práctica común de los bancos extranjeros ofrecer estas líneas de crédito de corto plazo (y en algunos casos a largo plazo) adicionalmente a las operaciones de financiamiento con fines específicos, como un elemento de competencia para abrirse mercado en las empresas mexicanas.

En general, como estas líneas eran con carácter revolvente, se convertían en la práctica en financiamientos de largo plazo.

Seleccionando algunos ejemplos, para 1979 puede observarse la disponibilidad con que contaron estos grupos:[4]

[4] Se trataba, con sólo una excepción, de líneas abiertas de largo plazo sin utilizar. Los datos fueron obtenidos de las "Notas a los Estados Financieros de los grupos para el año 1979", México, BMV.

LÍNEAS DE CRÉDITO ADICIONALES A SUS OPERACIONES DE FINANCIAMIENTO CONTRATADAS CON BANCOS EXTRANJEROS, 1979
(Miles de pesos corrientes)

Empresa	*Monto*	*Endeudamiento total (pesos)*
Celanese	300 000[1]	1 322 095
Cemex	27 000[2]	1 051 439
San Cristóbal	17 000[2]	458 188
Mexicana de Aviación	10 000[2]	2 907 299
General Popo	10 000[2]	191 940
Alfa	2 577 530[1]	19 477 000
Minera Mexicana	1 528 000[1]	518 293
Resistol	800 450[1]	867 844
TAMSA	90 000[2]	2 433 106
VISA	161 770[2]	11 214 341

[1] Pesos.
[2] Dólares.

El factor costo fue siempre importante para la preferencia por el endeudamiento en monedas extranjeras, principalmente en dólares.

Durante todo el periodo la diferencia de las tasas netas de interés entre las diversas opciones de financiamiento mantuvieron rangos de variación muy grandes y siempre considerablemente favorables a las concedidas por bancos extranjeros en monedas extranjeras.

Las variables de las que depende el costo neto de los créditos son: el tipo de moneda, el plazo, las garantías y avales, y la solidez y el prestigio de la empresa contratante.

Definitivamente los bancos más grandes están en posibilidad de otorgar mayores cantidades y tasas menores, pero las empresas diversificaron sus relaciones bancarias internacionales acudiendo en muchos casos a bancos de menor tamaño, aunque les representara mayor costo, para cubrir sus necesidades, ya que de cualquier forma las diferencias con los financiamientos internos eran siempre favorables.

En ciertos casos para las mayores empresas nacionales, tanto públicas como privadas, Pemex y Alfa por ejemplo, se llegaron a conseguir créditos en dólares estadounidenses (a diferencia de los eurodólares) que tomaban como base la tasa doméstica (*prime rate*) que es la tasa de

interés concedida a las principales compañías estadounidenses y es más baja que la tasa Libor (London Inter Bank Rate) sobre la que se basan los préstamos en euromonedas.

Por otra parte, desde mediados de los años setenta abundaron las operaciones de crédito sindicadas en las cuales el banco líder, generalmente un banco internacional grande, efectúa la negociación de un crédito a largo plazo por un monto considerable, más del que puede o quiere asumir individualmente y coloca la diferencia entre un conjunto de bancos internacionales. Con esto las compañías nacionales tuvieron acceso a sumas importantes de financiamiento.

De igual forma, las grandes compañías aseguradoras estadounidenses otorgaron créditos a las más importantes empresas nacionales. Aquéllas, debido a su naturaleza y a los flujos de efectivo que controlan, están en condiciones de financiar grandes cantidades a plazos más largos que los propios bancos.[5]

Las diferencias de costo entre los diversos tipos de financiamiento fueron considerables, pero no cabía duda (salvo el riesgo de cambios en la paridad) de la conveniencia entre las tasas de interés internacionales y las internas: en el conjunto de la muestra las tasas de interés netas de sus créditos en dólares fluctuaban entre 9.5 y 20% anual, e incluso para las operaciones en francos suizos o en libras esterlinas podían bajar a 8 o a 7.5%, en cambio aquellas en pesos lo hacían entre 25 y 59% anual.

Para dar sólo un ejemplo de la diversidad de costos financieros a que me refiero, presento el caso de la empresa Celanese Mexicana listando sus saldos de créditos vigentes a diciembre de 1981.

Este caso muestra claramente la diferencia en los costos de financiamiento dependiendo de que el acreedor fuese una aseguradora extranjera, un banco extranjero o un banco nacional y de que el crédito se proporcionase en dólares o en moneda nacional:

[5] El crédito de las aseguradoras a la industria tiene una implicación importante en cuanto a la ampliación de las capacidades de ésta para disponer de recursos que forman parte del "gasto de consumo" social, en este caso internacional.

PASIVO A LARGO PLAZO DE CELANESE MEXICANA S. A.
(diciembre de 1981)

Acreedor	*Saldo*	*Tasa de interés anual (%)*
International Finance Corp.		
En dólares sin garantía	60 023	9.50
Prudential Insurance Co. y The Travelers Insurance Co.		
En dólares sin garantía	779 922	10.65
The Metropolitan Life Ins. Co., Prudential Insurance Co. y Aetna Life Insurance Co.		
En dólares sin garantía y el primer pago en 1985	1 313 000	14.50
The Chase Manhattan Bank.		
En dólares sin garantía	2 363 400	18.11
Citicorp. Int. Bank.		
En dólares sin garantía	1 313 000	15.09
International Mexican Bank y Banco Nacional de México como agentes de sindicación.		
En dólares y en pesos sin garantía	1 203 763	22.00
Financiera Banamex.		
En dólares con garantía de unidades industriales	78 125	17.70
Bancomer y Banco Nacional de México.		
En pesos sin garantía	325 175	36.25

Con respecto a la deuda externa pública los datos también varían según la fuente. Para 1982, Rosario Green, con base en información del Banco de México y SHCP la ubica en 64 100 millones de dólares, en tanto que Beristáin y Katz, utilizando las estadísticas del INEGI (1984) apuntan la cifra de 57 988 millones. De cualquier forma ésta supera a la privada en aproximadamente tres veces.

Al igual que en el caso del sector privado, predominaban las contrataciones a largo plazo, y para 1982, según los datos de Tello, éstas representaban también un porcentaje cercano a 80 por ciento.

Por último, debe señalarse que, aunque el endeudamiento externo del gobierno federal con fines de financiamiento de déficit público era el rubro más importante de la deuda pública externa total, en ella tenía un peso considerable la deuda de las dos mayores empresas paraestatales, Pemex y la Comisión Federal de Electricidad.

Según sus estados financieros, para 1979 la deuda externa de Pemex llegaba a los 6 254 millones de dólares y la de la CFE a 4 720 millones, por lo que en conjunto representaban 37% de la deuda externa pública del país. Ninguna de las empresas de nuestra muestra (privada o pública) se acercaba siquiera a sus cifras de endeudamiento con el exterior: a ese mismo año la del Grupo Alfa era de 615 millones de dólares y la de Altos Hornos de 407 millones.

Para presentar una comparación más justa podemos señalar que mientras los activos totales de Pemex eran 8 y 8.7 veces mayores que los de Alfa y Altos Hornos, sus pasivos foráneos lo eran 10.2 y 15.4 veces respectivamente.

Por su parte, los activos totales de la CFE eran 5.4 y 5.9 veces los de los consorcios señalados, mientras que sus pasivos con el exterior eran 7.7 y 11.6 veces mayores respectivamente.

Generación interna de recursos dinerarios

La segunda fuente de recursos en importancia para los grupos de base industrial fue la aplicación del sistema contable de depreciación acelerada que se autorizó, inicialmente para la industria cementera, desde la segunda mitad de la década. Con el fin de acoplar el valor de los activos empresariales a la inflación se autorizó igualmente el procedimiento de revaluación de activos, con lo cual los recursos generados por la depreciación se acrecentaron notablemente.

Una tercera vía de alimentación de los *cash flows* empresariales fue la política fiscal que prevaleció durante todo el periodo y que buscaba incentivar a la inversión privada, pero que además adolecía de graves lagunas que no serían corregidas sino hasta fines de la década siguiente.

Entre las principales medidas sobresalen: *a*] la desgravación de la industria minera en 1968, que se constituyó en un incentivo a su mexicanización; *b*] la autorización a la banca nacional para que en sus requisitos de capitalización no se tomara en cuenta el monto del encaje legal; *c*] la desgravación de los grupos considerados como "sociedades de fomento"; *d*] el manejo fiscal de los Cetes, y *e*] las operaciones de respaldo de créditos con moneda extranjera a base de operaciones *back to back*.

Al respecto haré referencia exclusivamente a las tres últimas por tratarse de medidas que se aplican al conjunto de la muestra o bien a los grupos de mayor tamaño.

Sistema de depreciación acelerada

La depreciación de la maquinaria y el equipo de una empresa representa su desgaste y obsolescencia, es decir la incorporación de su valor a las mercancías producidas.

Se relaciona de forma directa con los *cash flows* de la empresa, ya que conduce a la creación de fondos financieros destinados teóricamente a la reposición eventual del equipo que se consume en el proceso productivo. Estos recursos tienen dos características: están incorporados en los costos y, por tanto, en los precios de las mercancías producidas y son previsibles contablemente.

Cualquier aumento en los ritmos de depreciación anuales inciden directamente por una parte en la disminución de las utilidades de la empresa (por ser un costo de producción), y por otra, en el aumento de sus recursos anuales disponibles (debido a que su desgaste es resarcido en la venta de las mercancías pero representa una inversión pretérita y no un desembolso presente).

Los sistemas contables de depreciación acelerada modifican el cálculo por el cual se aplica la misma tasa de depreciación anual prevista para que al término de un número predeterminado de años el activo fijo en cuestión esté recuperado al 100%. En cambio, aquéllos consisten en aplicar tasas de depreciación más altas durante los primeros años para irlas reduciendo después.

Resulta evidente que al reflejarse la depreciación en los precios finales de las mercancías producidas ésta incide en el proceso inflacionario, y que a mayor tasa de depreciación corresponde una mayor incidencia en la inflación. Con más razón si los activos fijos comienzan a revaluarse contablemente para ajustarse a sus nuevos valores debido a un fenómeno de inflación creciente en marcha, produciéndose un círculo vicioso que se autorreproduce.

Abordando los datos para el total de la muestra (cuadro 14) tenemos que en 1974 el monto de la revaluación era de 11 500 millones de pesos, que representaban 17% del valor de los activos fijos; para 1977 pasó a 39 100 millones, llegando a ser el 32.7% de los activos fijos; al año siguiente, con 59 100 millones alcanzó el 48.1%; después se estabiliza e incluso decrece como proporción, pero para el final del periodo que estamos analizando en este capítulo, en 1983 el conjunto de grupos había realizado revaluaciones por un monto de 215 100 millones, que representaban el 56.2% de sus activos fijos.

Lo anterior repercutió en que hubiera años en que el monto de la depreciación para varios grupos se incrementara en 50 y hasta 90%. Para el conjunto de la muestra, por ejemplo entre 1980 y 1981, se incrementó en 43.1 por ciento.

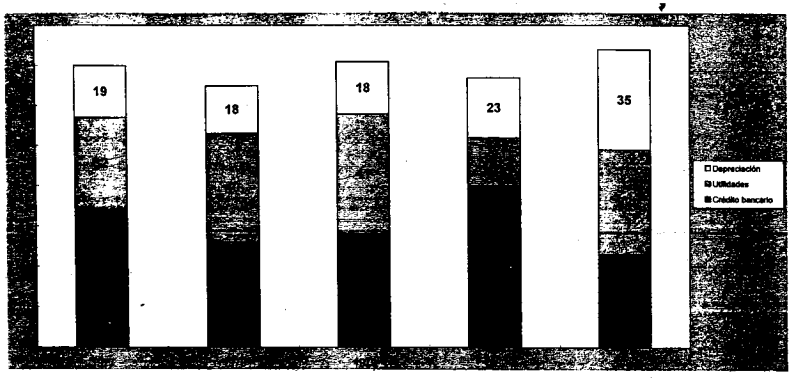
Aunque los ritmos expansivos de los grupos fueron sostenidos principalmente con base en el apalancamiento corporativo, la depreciación contribuyó en forma importante a mantener un alto nivel de recursos disponibles, especialmente en años de reducción de utilidades, como puede verificarse para el sector manufacturero en la gráfica 3.

CUADRO 14
REVALUACIÓN DE ACTIVOS FIJOS
(Miles de millones de pesos constantes, 1978=100)

Año	*Monto*	*Porcentajes de activos fijos*
1974	11.50	17.00
1975	17.60	22.30
1976	32.60	25.00
1977	39.10	32.40
1978	59.10	48.10
1979	69.00	47.90
1980	nd	nd
1981	72.80	30.00
1982	200.90	45.50
1983	215.10	56.20

NOTA: Total de grupos considerados = 72.
FUENTE: Jorge Basave y Carlos Morera, cuadros estadísticos sobre grupos de capital financiero en México, México, UNAM, 1995.

GRÁFICA 3
ESTRUCTURA DE LOS RECURSOS TOTALES DISPONIBLES ANUALMENTE PARA LOS GRUPOS MANUFACTUREROS, AÑOS SELECCIONADOS
(%)



NOTA: Total de grupos considerados = 52.
FUENTE: Elaboración propia con base en Jorge Basave, Carlos Morera, Ricardo Reyes y Carlos Strassburger, *Los grupos financieros empresariales en México, 1974-1987*, México, UNAM, 1995.

Por su parte, cuando entre 1977 y 1978 las empresas tendieron a reducir sus pasivos bancarios, el procedimiento paralelo de revaluaciones de activos fijos se reflejó notablemente en la mejora de sus relaciones de apalancamiento produciendo un efecto de maquillaje contable muy importante.

Los *cash flows* generados por el sistema de depreciación acelerada son un recurso ampliamente utilizado por las grandes empresas industriales en todo el mundo y han apuntalado agudos procesos de centralización de capital en coyunturas de agotamientos de ciclos económicos en economías desarrolladas.[6]

En México, durante el periodo analizado, se permitió la aplicación de sistemas de depreciación acelerada ante el proceso expansivo de las empresas que parecía verse frenado durante 1976 y 1977, con posterioridad a la devaluación y una vez que despegó el proceso inflacionario.

La depreciación como fuente de recursos de los grupos cobró una

[6] Véase Aglietta para el caso de Estados Unidos.

gran importancia al significar durante los años 1977 a 1979 un porcentaje dentro de los recursos internos[7] que osciló entre 33 y 44% (tomando en cuenta que fueron años de incremento de utilidades). Para 1982 había superado el 52 por ciento.

Para el sector de grupos mineros, que fue el primero en poder aplicar los sistemas de depreciación acelerada, tuvo una importancia trascendental al representar durante 1977 el 74.1% de sus recursos internos, y de ahí a 1982, aunque declinaron, representaron siempre más de 51 por ciento.

En consecuencia, los recursos internos generados por las empresas mantuvieron un nivel relativamente suficiente que perderían abruptamente en 1982 cuando, por una parte, se vieron afectadas en forma generalizada las utilidades de las empresas (pérdidas netas en la mayoría) y, por otra, los recursos por depreciación se habían reducido considerablemente (especialmente en los grupos mineros hasta en una cuarta parte). Adicionalmente, la cancelación en 1981/1982 del acceso al crédito externo que había sido el gran componente generador de recursos afectó la disponibilidad total de los grupos. Las empresas iniciaron entonces un periodo de dependencia de sus capacidades autogeneradoras de recursos.

En conclusión, desde la segunda mitad de los años setenta la aplicación de la depreciación acelerada aumentó en los grupos empresariales la generación de recursos líquidos, que sumándose a los recursos provenientes del endeudamiento externo alentaron sus capacidades centralizadoras y su disponibilidad para repartir dividendos a los accionistas.

En el siguiente capítulo veremos cómo una parte considerable de los recursos generados por la depreciación acelerada a partir de 1983/1984 se destinaron a inversiones financieras en el mercado de valores.

La consecuencia importante, lo mismo para la etapa de 1974-1983 que para la de 1984-1987, fue la carencia de reposición *suficiente* a las necesidades de modernización del activo fijo de las empresas.

En este sentido cuando para la acumulación de capital se está procediendo a la obtención de recursos no provenientes de la generación de utilidades sino de gastos de obsolescencia del activo fijo que se desvían del objetivo de reposición, se imposibilita el incremento de la productividad y se afectan los incrementos de salarios reales transfiriendo el costo al trabajo.[8]

[7] Recursos internos = utilidades + depreciación.

[8] Véase al respecto Michel Aglietta, *Regulación y crisis del capitalismo*, México, Siglo XXI, 1979, pp. 85-87.

Uso de la política fiscal

1] Sociedades de Fomento

Las Sociedades de Fomento fueron consideradas en un decreto presidencial de 1973 que alentó la creación de las mayores "empresas tenedoras" (*holdings*) de los grupos ya constituidos, destacando a manera de ejemplo Alfa y VISA, y la creación de otra gran *holding*, DESC, Sociedad de Fomento S.A., en la que intervinieron varios de los principales empresarios del país.

Las dos facultades (subsidios fiscales) que otorgaba el decreto eran: *a*] compensar utilidades de empresas del grupo con pérdidas de otras cumpliendo con el requisito de que las utilidades sobrantes fueran reinvertidas. Si estas utilidades eran reinvertidas en un plazo no mayor de 30 días, entonces quedaban exentas 100% del pago de los impuestos respectivos; *b*] comprar acciones de empresas, invertir capital en ellas y venderlas posteriormente por medio de la Bolsa de Valores quedando exentas totalmente de los impuestos respectivos.

La obligación que se le imponía a este tipo de sociedades para exentarlas era el cumplimiento de por lo menos cinco de los siguientes puntos:

1. Mexicanizar sociedades ya establecidas;
2. Crear nuevos empleos;
3. Crear nuevas empresas industriales o de turismo;
4. Desarrollar tecnología nacional;
5. Incrementar exportaciones;
6. Sustituir importaciones;
7. Invertir en zonas de bajo desarrollo económico;
8. Industrializar recursos naturales;
9. Ampliar empresas industriales o de turismo ya existentes, y
10. Colocar acciones entre el público por medio de la BMV.

Las expectativas del gobierno eran la recuperación posterior de impuestos generados por las empresas, pero dada la dinámica y la capacidad económica de los grupos empresariales, nada impedía que el proceso de exención se pudiera prolongar indefinidamente.

De hecho, el gobierno tuvo incluso que intervenir en algunos casos con medidas adicionales para favorecer la operación de estos gru-

pos. El caso más connotado fue el del proyecto Petrocel de Monterrey.[9]

Por otra parte, la obtención de enormes utilidades exentas de impuestos en la compra de empresas, inyección de capital y su posterior venta, era relativamente sencilla: una vez adquirida no se le aportaba nuevo capital por parte del grupo adquirente sino que se emitían acciones a un precio de mercado fijado por los nuevos dueños.

La diferencia entre el precio nominal de las acciones y el precio de mercado se convierte en una prima en emisión que va a una reserva del capital contable como utilidades de la empresa aún antes de que mostrara utilidades de operación. El valor mercantil de la empresa subía en consecuencia casi de inmediato.

2] Los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes)

Los Cetes, desde su aparición, se convirtieron en los títulos más negociados en bolsa, llegando a representar hasta 90% del total operado.

Pronto se convirtieron en un medio de evasión fiscal con base en operaciones de triangulación en las que intervenían las empresas, sus accionistas y las casas de bolsa.

El procedimiento era el siguiente: *a*] el accionista, como persona física, compraba los títulos y se los prestaba a la empresa (apareciendo como su acreedor); *b*] la empresa procedía a venderlos en el mercado por medio de una casa de bolsa y se hacía de recursos; *c*] poco antes de la fecha de vencimiento de la emisión de los títulos, la empresa volvía a comprar el mismo número de títulos a la casa de bolsa y se los devolvía al socio (quien desaparecía de la lista de acreedores de la empresa); *d*] el socio redimía sus títulos al vencimiento, es decir recuperaba su capital invertido más los intereses respectivos por lo cual no se pagan impuestos; *e*] por su parte la empresa, como había comprado los nuevos Cetes más caros de lo que había vendido los primeros (que tenía en préstamo de socio), declaraba una pérdida financiera la cual era deducible de impuestos en sus utilidades empresariales. Por medio de este mecanismo se evadieron cantidades enormes de impuestos.

[9] Tres meses después de asociar a Nafinsa en el proyecto petroquímico se dio a conocer en junta de accionistas que la tecnología aplicada era obsoleta y que la empresa perdería ante la empresa competidora Telesfaratos Mexicanos (Somex-CYDSA). DESC, como promotora de Petrocel, consiguió un acuerdo, aprovechando a Nafinsa como vocero, para dividirse el mercado nacional con Telesfaratos sobre la base de compras obligadas de las empresas paraestatales. Fuente de datos: Informes Anuales de las Asambleas de Accionistas de las Empresas.

No fue sino hasta 1988 cuando la Secretaría de Hacienda introdujo una previsión en la ley que obligaba a que los títulos comprados quedaran en custodia en un banco o en la propia casa de bolsa, impidiendo celebrar contratos con ellos o darlos en préstamo.

3] Préstamos bancarios con garantía de los socios

Durante los años setenta se registró la práctica bastante común de concertar operaciones de crédito con empresas que eran garantizadas (respaldadas) por una cantidad equivalente al préstamo y que era propiedad, como personas físicas, de los socios (o del socio principal) de la empresa y la cual era depositada en el banco prestamista. Se denominan operaciones *back to back*.

Estas operaciones, que aparentaban tener como fin exclusivo la cobertura de riesgos de paridad cambiaria, tenían en cambio otros tres objetivos fundamentales:

a] sustituir capital propio por capital ajeno en la empresa, dejándolo plenamente garantizado,

b] mantener una reserva en dólares (generalmente se hacía la operación en esta divisa), la cual quedaba a nombre del socio y no de la empresa,

c] trasladar utilidades de la empresa (persona moral) al socio (persona física) por medio de un ahorro fiscal considerable como explicaré brevemente a continuación.

Supongamos que una empresa con un capital o bien un pasivo de valor = 4 000 realiza utilidades de operación (brutas) de valor = 1 000. Consideremos igualmente una tasa de interés pasiva = 20% y una tasa de interés activa = 15%, y el reparto del 100% de las utilidades netas.

Veamos por medio de un esquema contable comparativo cuál era la diferencia de mantener el capital de la empresa en funciones productivas o la conveniencia de realizar nuevas aportaciones de capital a la empresa *vs.* retirar capital de la empresa por los socios o dejar de aportar nuevo capital y a cambio endeudar a la empresa y garantizar el préstamo con dinero propiedad del socio:

	Sin back to back	*Con back to back*
Utilidad de operación	1 000	1 000
Costo financiero	0	800 (20%)
Utilidad bruta	1 000	200
ISR (42%) + PTU (8%)	500	100
Utilidad repartible	500	100
Impuesto sobre dividendos (21%)	105	21
Neto a recibir por accionistas:	395	79
Capital de la empresa (para fines de esta transacción)	4 000	0
Pasivo de la empresa	0	4 000
Socio que deposita 4 000 en garantía del préstamo recibe un interés de:	600	
Más neto de dividendos:	79	
Total	*679*	

La diferencia, como se observa, es considerable (679 *vs.* 395) y se deriva de un ahorro fiscal. En caso de que la operación se realizara en una empresa con accionistas minoritarios que no participaran en la operación de garantía evidentemente éstos resultarían afectados en la repartición de dividendos totales (79). Y lo mismo puede decirse de la repartición de utilidades para los trabajadores de la empresa. Adicionalmente, cualquier gravamen a los créditos los cargaba la empresa.

El respaldo a créditos se hizo más complejo con el tiempo y una práctica, también común, fue garantizarlos con inversiones en Cetes por parte de los socios, constituyendo una variante de las operaciones con estos títulos que explicamos anteriormente. Éstos los vendían a fin de cada mes para pagar los préstamos revolventes de bancos nacionales con el fin de que no fueran gravados y volvían a tomar el préstamo con el cual se adquirían los Cetes en forma personal, los cuales estaban exentos de impuestos.

La forma como las casas de bolsa realizaban estas operaciones entre 1984 y 1988 fue considerada ilegal por parte de las autoridades respectivas y en 1988, cuando se modificó la ley por parte de la Secretaría de Hacienda, se impidió este tipo de mecanismos financieros. Para resarcirse de parte del impuesto escamoteado fijó un 2% de pago calculado

sobre todas las operaciones realizadas con dicho procedimiento y de esa forma se condonaba todo lo realizado antes.

Propensión a la inversión productiva derivada de recursos estables

El resultado para el periodo en cuestión fue que los grupos contaron hasta 1981 con un total de recursos anuales disponibles, suficientes para mantener una estrategia de inversión relativamente estable e incluso creciente.

Los años en que fue posible construir series completas de datos sobre la proporción de recursos destinados a inversión fija para el conjunto de la muestra, entre 1977 y 1979, guardan una correlación directa con el repunte de las ventas y de las expectativas sobre la economía resultantes del *boom* petrolero. Igualmente cabría esperar una correlación a la baja durante la detonación de la crisis en 1982 y 1983. Sin embargo, resulta muy reveladora la continuidad en la propensión a invertir durante esa etapa en la mitad de las ramas manufactureras. Sólo la textil tiene una baja sensible. El sector minero también decae pero se mantiene por encima de su propensión de 1978 (cuadro 15).

Cuadro 15
Propensión a la inversión productiva de los recursos disponibles para años seleccionados
(Porcentaje anual)

Año	*1977*	*1978*	*1979*	*1982*	*1983*
Total	*28.05*	*26.85*	*37.27*	*50.01*	*33.36*
Minería	39.75	25.40	46.75	32.19	36.89
Manufacturas	25.72	27.46	36.87	51.12	32.30
Diversificadas	26.39	26.73	21.06	48.04	24.47
Productos alimenticios	8.44	14.43	33.02	33.15	10.78
Textiles	27.00	13.00	36.00	10.80	33.92
Papel	27.75	27.27	28.72	52.66	48.20
Química	23.19	30.63	58.76	33.43	13.17
Minerales no metálicas	25.19	44.05	89.16	95.57	52.85
Metálicas básicas	26.18	17.26	20.35	54.55	48.15
Productos metálicos	33.16	22.84	56.10	40.16	32.50
Comercio	34.66	19.38	22.10	108.65	37.27

Nota: Total de grupos considerados = 52.

Fuente: Jorge Basave, Carlos Morera, Ricardo Reyes y Carlos Strassburger, *Los grupos financieros empresariales en México, 1974-1987. Indicadores financieros*, México, UNAM, 1995.

En las manufacturas destacan las políticas de inversión de las ramas de industrias minerales no metálicas y de metálicas básicas así como para los grupos muy diversificados que, como hemos visto, presentaban dificultades en la generación de utilidades netas.

Otro de los indicadores que alentó a que los grupos mantuvieran sus políticas de inversión fue que en ningún momento durante este periodo apareció una tendencia crítica hacia la sobreproducción de mercancías. La relación de inventarios a ventas mostraba, por el contrario una tendencia estable y a la baja a partir de 1977 (cuadro 16).

CUADRO 16
INVENTARIOS COMO PORCENTAJE DE VENTAS PARA AÑOS SELECCIONADOS

Año	*Minería*	*Manufacturas*	*Comercio*	*Total*
1974	23.0	23.3	11.8	21.8
1975	33.1	22.4	10.4	21.4
1976	34.8	22.3	10.6	21.5
1977	30.2	20.1	10.9	19.5
1978	26.1	19.4	10.6	19.1
1979	18.1	19.5	10.0	18.3
1980	11.7	20.1	11.2	18.2
1981	17.3	19.7	12.2	18.4
1982	19.8	21.4	10.1	19.8

NOTA: Total de grupos considerados = 72.
FUENTE: Jorge Basave y Carlos Morera, cuadros estadísticos sobre grupos de capital financiero en México, México, UNAM, 1995.

DESCAPITALIZACIÓN: SUSTITUCIÓN DE RECURSOS PROPIOS Y REPARTO DE DIVIDENDOS

Entre 1974 y 1982 los propietarios de la mayoría de los grupos empresariales de la muestra redujeron considerablemente la reinversión de utilidades en sus empresas, es decir, limitaron sus procesos de acumulación.

En cambio, retiraron grandes cantidades de capital dinero por medio del reparto de dividendos para contar en lo personal con la suficiente liquidez que les permitiera mantener una reserva de valor en dólares ante las expectativas de devaluaciones próximas. En los hechos, la dolarización y la fuga de capitales se convirtieron en una fuerte presión para que las devaluaciones se llevaran a cabo.

El reparto de dividendos es el mecanismo natural para cumplir con las expectativas de beneficio de todo capital, pero en el periodo se transformó en un *mecanismo de retiro de capital* como puede comprobarse si lo comparamos con el proceso de capitalización de los grupos.

El conjunto de los grupos repartió dividendos durante los nueve años por un mínimo (ya que para algunos años no se contó con información disponible) de 35 400 millones de pesos.

Relacionando el valor de los dividendos repartidos con el total del capital propio (social) que tenían los grupos en 1982, dando a ambos rubros un valor real comparativo a precios de 1978, encontramos que se había succionado de las empresas 63.7% del capital aportado por sus propietarios (cuadro 17).

Los casos más notables por ramas son los de productos alimenticios y de sustancias químicas en que los accionistas recuperaron en tan sólo nueve años el 86.6 y el 113.7% de su capital.

CUADRO 17
CAPITAL PROPIO APORTADO, VALOR 1982,
Y RETIRO DE DIVIDENDOS EN EFECTIVO 1974-1982
(Millones de pesos constantes, 1978=100)

	(A) Dividendos 1974-1982	*(B) Capital social 1982*	*(A) / (B)*
Total	*28 647*	*44 910*	*63.7*
Minería	2 576	4 494	57.3
Manufacturas	17 390	34 387	50.6
Diversificadas	4 052	8 664	46.8
Productos alimenticios	2 184	2 523	86.6
Textiles	90	634	14.2
Papel	1 686	2 779	60.7
Sustancias químicas	3 846	3 383	113.7
Minerales no metálicos	1 917	4 430	43.3
Metálicas básicas	1 318	7 127	18.5
Productdos metálicos	2 241	4 847	46.2
Comercio	3 240	4 758	68.1

NOTA: Total de grupos considerados = 72.
FUENTE: Elaboración propia con base en Jorge Basave, Carlos Morera, Ricardo Reyes y Carlos Strassburger, *Los grupos financieros empresariales en México, 1974-1987. Indicadores financieros*, México, UNAM, 1995.

Si efectuamos un análisis individual encontramos que hubo empresarios que durante el mismo periodo retiraron varias veces el valor del capital real aportado por ellos en un claro proceso de descapitalización empresarial. Tales son los casos, por ejemplo, de Celanese, Frisco, Union Carbide, Hulera El Centenario, Grupo Industrial San Luis, Anderson Clayton y Grupo Aluminio, que recuperaron 1.38, 1.51, 1.83, 2.54, 2.75, 4.34 y 7.35 veces respectivamente el valor de su capital (cuadro 18).

CUADRO 18
RETIRO DE CAPITAL EN EMPRESAS SELECCIONADAS
(Millones de pesos constantes, 1978=100)

	(A) Dividendos 1974-1982	*(B) Capital social 1982*	*(A) / (B)*
Celanese	1 347	974	138.3
Frisco	624	412	151.4
Union Carbide	465	253	183.8
Hulera El Centenario	311	122	254.9
Grupo Industrial San Luis	317	115	275.7
Anderson Clayton	835	192	434.9
Grupo Aluminio	588	80	735.0

FUENTE: Misma de cuadro 17.

El *proceso de descapitalización de las empresas* se hace evidente cuando comprobamos que se retiraron dividendos en grandes cantidades incluso en años en que cayeron las tasas de incremento de utilidades e incluso en años en que las empresas registraban pérdidas netas, como lo fueron 1975 y 1976.[10] Durante esos años las tasas de crecimiento del reparto de dividendos fueron de 13.9 y 43.0% respectivamente.

El año de mayor crecimiento en este rubro fue 1978 con 306.3%. Después se experimenta una declinación, pero de nuevo durante 1981

[10] El pago de dividendos no se corresponde necesariamente en forma proporcional o directa con las utilidades generadas por la empresa en el mismo periodo, ya que las utilidades acumuladas de periodos anteriores también están sujetas a distribuirse cuando se registran como una "Reserva de Utilidades por Aplicar".

y 1982, años críticos de pérdidas netas, se repartieron para el conjunto (a valor real) cantidades superiores a 1977, que había sido un año provechoso en resultados.

La consecuencia con relación al capital social real de los grupos (en conjunto) fue que éste declinó entre 1974 y 1977. De ahí, una vez que se había producido la devaluación de 1976 y que mejoraron las expectativas económicas temporalmente, se recuperó la capitalización empresarial hasta 1981, pero en 1982 había vuelto a caer a los niveles de 1978-1979 (cuadro 19).

CUADRO 19
VARIACIÓN DEL CAPITAL SOCIAL REAL 1974-1982
(Millones de pesos constantes 1978=100)

Año	*1974*	*1977*	*1980*	*1981*	*1982*
Valor	36 847	34 775	52 637	59 664	44 910

FUENTE: Misma de cuadro 17.

Como afirmé en un principio: *los grupos se descapitalizaron, pero sustituyeron los recursos necesarios para operar* con créditos principalmente externos.

Esto puede comprobarse en el cuadro 20, donde la relación de pasivo bancario a capital social del conjunto crece considerablemente entre 1974 y 1977, aligerándose durante los dos años siguientes para volver a incrementarse hacia 1981 y luego hacerlo críticamente (debido a la devaluación) en 1982, cuando alcanza a ser de 6.89 veces y para el caso del sector manufacturero de 7.88 veces.

El caso de los grupos más diversificados es particularmente exagerado, ya para 1980 el pasivo bancario superaba en cuatro veces al capital social. Dado que dicha diversificación se logró durante los años setenta, se reafirma lo dicho anteriormente en cuanto a que estos grupos realizaron un amplio proceso de centralización sustentados en capital ajeno crediticio.

La excepción fue el sector de comercio que, debido a su nivel de ganancias y liquidez propia de su giro, recurrió al crédito bancario en niveles reducidos.

Debo aclarar que es posible efectuar una relación similar a la ante-

CUADRO 20

PASIVO BANCARIO/CAPITAL SOCIAL, 1974-1982

Años	*1974*	*1975*	*1976*	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*
Total	*1.42*	*1.72*	*2.29*	*2.36*	*1.90*	*1.79*	*2.09*	*2.38*	*6.89*
Minería	1.33	1.77	2.99	2.43	1.97	1.64	2.01	1.48	4.59
Manufacturas	1.46	1.76	2.32	2.46	2.01	1.90	2.29	2.66	7.88
Empresas muy diversificadas	1.26	1.59	2.82	3.40	2.05	2.20	4.22	4.98	12.74
Productos alimenticios	1.28	1.10	1.31	1.24	1.20	1.37	1.44	1.57	5.96
Textiles	1.07	1.06	2.02	1.87	1.34	1.75	2.15	2.86	9.32
Papel	0.61	0.76	1.07	1.05	0.75	0.88	1.10	1.42	3.74
Sustancias químicas	1.12	1.19	1.85	1.72	1.17	1.19	1.50	2.10	11.71
Minerales no metálicos	1.22	2.15	2.64	2.81	2.46	2.19	1.30	1.24	3.81
Metálicos básicos	2.11	2.93	3.36	3.30	3.66	2.33	2.08	2.50	7.07
Productos metálicos y maquinaria	1.81	2.19	2.24	1.96	1.55	1.61	1.42	1.82	4.48
Comercio	0.49	0.48	0.44	0.38	0.21	0.14	0.24	0.34	0.45

NOTA: Total de grupos considerados = 72.

FUENTE: Elaboración propia con base en Jorge Basave, Carlos Morera, Ricardo Reyes y Carlos Strassburger, *Los grupos financieros empresariales en México, 1974-1987. Indicadores financieros*, México, UNAM, 1995.

rior utilizando el rubro de capital contable (capital social más utilidades retenidas y reservas) en vez del capital social.

Sin embargo, lo apropiado es usar la segunda, ya que el capital social está fijado en la empresa y en cambio la parte del capital contable que representan las utilidades por aplicar (de años anteriores) o del ejercicio en curso son susceptibles de retirarse de la empresa como dividendos, lo que en la práctica aconteció.

Los empresarios dejaron de inyectar capital propio, fresco, y a cambio inyectaron deuda a las empresas, mientras retiraban las utilidades por la vía del reparto de dividendos. O, si se quiere, el proceso puede expresarse como un retiro del capital propio que habían aportado (invertido) en las empresas, dejando a éstas la posibilidad de seguir generando utilidades con base en el apalancamiento. El capital succionado a la empresa se convertía en dólares.

Retomando el rubro del capital contable que, salvo situaciones excepcionales de grandes pérdidas acumuladas, siempre es mayor que el capital social, se llegó, con la devaluación de 1982, a la situación de su superación por parte del pasivo bancario.

Para el total de la muestra, dicho pasivo superó en ese año al capital contable 1.27 veces. En las manufacturas lo hizo 1.38 veces y en los grupos "muy diversificados" 4.72 veces (lo había rebasado, desde 1981, 1.14 veces).

Este mecanismo combinado de descapitalización y sustitución de recursos representa la estrategia financiera implementada por los grupos en defensa de su capital entre 1974 y 1982.

La reserva de valor privilegiada debido a la sobrevaluación de la moneda nacional fue el dólar, y el mecanismo utilizado fue la transferencia de la propiedad de los recursos en forma de capital dinero de la empresa al empresario.

Inevitablemente, su generalización y el volumen de recursos que representó, además de impactar la estructura financiera interna de las empresas, generó un circuito financiero que afectó al conjunto de la economía.

CIRCUITO FINANCIERO PERVERSO Y CRISIS FINANCIERA

A raíz de la crisis de deuda externa de México se realizaron algunos trabajos cuyo interés estuvo centrado en los circuitos financieros de carácter "perverso" que afectaron a la economía.

En el primer circuito de este tipo, analizado por Celso Garrido[11] en uno de sus varios trabajos sobre el tema, y que se resume como El circuito de Fuga de Capitales–Deuda Externa–Pago del Servicio de la Deuda Externa, el autor destaca acertadamente su efecto protagónico de pinza de presión (junto con los otros circuitos que analiza) sobre el gobierno, que a la postre ejercería condicionamientos a la reestructuración de la economía interna.

Retomando las cifras con que el autor destaca la importancia del circuito y su perversidad, mencionaré los 105 000 millones de dólares de la deuda externa total hacia 1987, un monto acumulado de "fuga de capitales" a la misma fecha de 41 346 millones de dólares y un pago de intereses de la deuda, exclusivamente para el periodo 1982-1987 del orden de los 60 000 millones de dólares.

Los beneficiarios de una parte de los intereses de la deuda externa, como bien dice el autor, y como analizamos en el capítulo anterior, eran los propios bancos nacionales que además de haberse convertido en un vehículo para la fuga de capitales, realizaban préstamos sindicados con fondos adquiridos en el exterior.

Pero según la mayoría de los analistas del tema: Carlos Tello, Ma. Elena Cardero, José Manuel Quijano, Enrique Quintana y el propio Garrido entre otros, se deduce que en un importante porcentaje quienes cobran los intereses de la deuda externa como acreedores residentes en el país son los grandes grupos económicos nacionales. Esto se debía a la situación financiera y a la organización de tesorería de sus empresas que les permitía realizar estas operaciones en gran escala.

En un afán de lograr una mayor precisión sobre la afirmación anterior, considero en primer lugar que el acceso a los datos aportados en este trabajo permite afirmar que la fuga de capitales en buena medida correspondía a capital de las empresas, pero que no fue realizada directamente por las propias empresas sino por sus propietarios en la manera en que ya fue explicado.

Lo anterior se corrobora en la medida que los estados financieros de los grupos anteriores a 1983 no muestran registro de este tipo de inversiones en depósitos o valores en el extranjero, los que por su dimensión no podían haber sido ocultados contablemente. De hecho, a partir de

[11] Celso Garrido, "Relaciones de endeudamiento, grupos económicos y reestructuración capitalista en México", en *Economía: Teoría y Práctica*, núm. 12, México, UAM, 1988, p. 27.

haberme percatado de ello en el análisis original de los reportes financieros de las empresas, me plantee la necesidad de rastrear su origen por medio de otras variables y procedimientos financieros de los grupos.

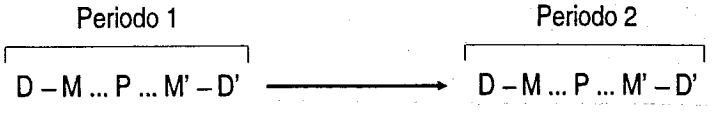
Las enormes inversiones de tesorería de los grupos en el mercado de valores posteriores a 1983 se realizaron en el mercado interno y merecen una explicación aparte que efectuaré en el siguiente capítulo.

Me parece necesario, además, relacionar el circuito financiero de referencia con sus repercusiones en las empresas industriales y la industria en general, para evaluar en toda su dimensión los efectos sobre la economía en su conjunto.

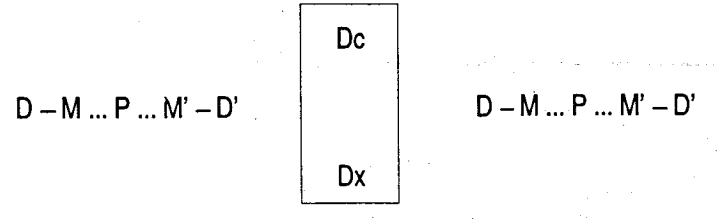
Visto así, adicionalmente permite dar cuenta de la necesidad de sustitución de capital propio por deuda externa en que se embarcaron el conjunto de los grupos.

En un trabajo anterior[12] realizado en 1987, Carlos Morera y el suscrito presentamos un esquema explicativo de la forma en que el capital de reproducción de las empresas se veía alterado por la mediación de la fuga de capitales que retornaba como endeudamiento externo, mismo que reproduzco a continuación con algunos breves comentarios adicionales.

Esquema de reproducción ampliada de un capital industrial:



Proceso de sustitución con recursos externos:



[12] Carlos Morera y Jorge Basave, "La deuda externa y la apropiación de la riqueza social en México", en *Problemas del Desarrollo*, núm 68, México, IIEC-UNAM, 1987.

D = Dinero empleado en la compra de materias primas (M) utilizadas en el proceso productivo (... P ...).
M' = Mercancía producida que se lleva al mercado.
D' = Ingreso monetario acrecentado por la venta de la mercancía.
□ = Esfera circulatoria internacional a la que va y de la que proviene el dinero usado en la reproducción del capital. Entidad receptora: banca internacional.
Dx = Dinero expulsado de la reproducción y convertido en dólares.
Dc = Dinero de crédito en dólares.

En la "esfera circulatoria internacional" que se grafica está localizada como entidad receptora la banca internacional. Pero, para comprender el esquema según lo explicado durante toda mi exposición en este capítulo (e implícitamente en el trabajo de referencia) debe integrarse la escisión empresa-empresario como un paso previo a la conversión de D' en Dx.

De esta forma la empresa no está haciendo fluir su capital dinero hacia la esfera circulatoria sino que está realizando un proceso de "expulsión" de su capital hacia sus propietarios originales en la forma de dividendos y reponiéndolo con capital ajeno, de crédito.

Y efectivamente, como se afirmaba en ese trabajo, los accionistas de las mismas se convertían en acreedores indirectos de sus empresas y del país. Considero que así se complementa, desde su origen, el circuito perverso al que se hizo referencia al inicio de este apartado.

Esta complementación no sólo complica el circuito sino que representa la personificación de las "pinzas de presión" que tendrá en consideración el Estado para las medidas de rescate empresarial que tomará de 1983 en adelante.

4. EL GIRO HACIA UNA OFENSIVA FINANCIERA EMPRESARIAL. RECUPERACIÓN DE PODER ECONÓMICO EN LAS EMPRESAS, 1983-1987

RESCATE DEL GRAN CAPITAL Y CONTROL PRIVADO DEL MERCADO DE VALORES

Las primeras medidas de política económica aplicadas por el gobierno del presidente De la Madrid en 1983 estuvieron encaminadas a la protección de los grupos económicos del país y a restaurar la confianza del capital en general, y de los banqueros recientemente expropiados en particular.

Desde febrero de 1982 el tipo de cambio con respecto al dólar se había depreciado. En septiembre, el gobierno del presidente López Portillo había expropiado la banca privada nacional e impuesto el control de cambios. En diciembre, nuevamente, se devaluó la moneda nacional. El resultado fue que en el lapso de un año el tipo de cambio "controlado" se devaluó 294% y el "libre" 487.

Evidentemente que las fugas de capital cristalizaron sus propias expectativas con extraordinarias ganancias, pero la deuda externa del sector público y de los grupos empresariales privados aumentó considerablemente, colocando a estos últimos en situación (cercana para muchos e instantánea para otros) de insolvencia financiera por incapacidad de pago.

Con el control de cambios se decretó la conversión obligatoria a moneda nacional de los depósitos y créditos denominados en dólares, que tenía la banca nacional (y el City Bank de México) con sus clientes. La conversión de los depósitos se realizó al tipo de cambio de 70 por 1 y en cambio los créditos se convirtieron al 50 por 1 como un subsidio a las empresas.

La pérdida cambiaria de las empresas fue inmediata, afectando además la recaudación fiscal del gobierno y su propia deuda (pública) ex-