

Financierización empresarial y Cadenas Globales de Valor en Argentina en el período 2009-2019

Doctorando: Ignacio Juncos (Becario doctoral SeCyT – UNC, IEF-FCE)

Director: Dr. Hernán Morero (CONICET – CIECS, UNC)

Codirector: Dr. Jorge Motta (FCE-UNC)

1. Formulación del problema y marco teórico

Objetivo general

Estudiar los efectos de la inserción en Cadenas Globales de Valor manufactureras en las estrategias de financierización empresarial en Argentina durante el período 2009-2019.

Objetivos específicos

i-Sistematizar un marco conceptual que integre y discuta los fenómenos de Cadenas Globales de Valor y financierización.

ii-Identificar y caracterizar las particularidades que presenta la financierización en países periféricos y en la Argentina y la implicancia de ser ejecutada en el marco de Cadenas Globales de Valor.

ii-Characterizar la inserción argentina en Cadenas Globales de Valor manufactureras en el período 2009-2019.

iv-Estudiar la incorporación de estrategias de financierización de firmas argentinas que operan en Cadenas Globales de Valor manufactureras en el período 2009-2019.

v-Indagar acerca de las implicancias de operar en el marco de Cadenas Globales de Valor en las estrategias de financierización de firmas argentinas en el período 2009-2019.

vii-Contribuir a las principales conceptualizaciones de Cadenas Globales de Valor y financierización a la luz de los resultados empíricos y análisis realizados en este proyecto, poniendo énfasis en las estrategias de financierización de empresas o grupos locales.

2. Marco teórico

2.1. Los orígenes de la financierización y las corporaciones no financieras

En los últimos 40 años, a partir de la caída del sistema monetario de Bretton Woods y la aparición de las tecnologías de la información y comunicación (TICs), se ha producido un ascenso de la importancia de las finanzas a nivel global. En torno a este proceso se ha desarrollado un conjunto de estudios que, agrupados bajo el concepto de financierización, buscan establecer el efecto de esta metamorfosis financiera en el sistema económico.

El término financierización fue acuñado por distintas corrientes heterodoxas de la ciencia económica en la década de 1970, en contraposición a la defensa de la liberalización financiera que sostenía la ortodoxia (Chena, Buccella y Bosnic, 2017). Una de las definiciones más aceptadas del término es la de Epstein (2005) quien define a la financierización como “la importancia creciente de los mercados financieros, motivos financieros, instituciones financieras y elites financieras en el funcionamiento de las economías, tanto a nivel nacional

como internacional” (p.3). Kripner (2005), por su parte, define a la financierización como “un patrón de acumulación en el que las ganancias se acrecientan principalmente a través de canales financieros en lugar de a través del comercio y la producción de bienes” (p.174).

Van Der Zwan (2014) en una revisión del estado del arte, identifica tres enfoques sobre financierización; un primer enfoque que ve a la financierización como un régimen de acumulación, otro donde el énfasis está puesto dentro de la firma, analizando el mayor poder de los accionistas dentro de ella y por último un grupo de estudios que se ocupan de la “financierización de todos los días”, es decir aquella que afecta la vida cotidiana de la gran mayoría de las personas y los hogares. En este proyecto se prestará especial atención a la corriente que hace énfasis en la firma¹.

Este enfoque, que parte de la idea de separación de propiedad y el control de las firmas, se centra en la hipótesis de un mayor poder de los accionistas dentro de estas como uno de los factores que da inicio al proceso de financierización. En este sentido, Lapavitsas (2014) plantea que las bases de la financierización están en los cambios estructurales en las relaciones y conductas de los agentes económicos clave: hogares, corporaciones no financieras y bancos. Sostiene que las corporaciones no financieras (CNF) se han involucrado cada vez más en el mundo financiero de manera independiente, es decir, realizando por sí mismas las operaciones financieras y obteniendo beneficios de estas, generando así cambios en su estructura interna, sus objetivos e incluso sus horizontes de inversión.

Stockhammer (2004) asocia este cambio en los objetivos de las CNF a los mayores rendimientos ofrecidos por el sector financiero, junto a los cambios en torno al gobierno corporativo en favor de un mayor poder de los accionistas. Por su parte, Medialdea (2010) lo vincula principalmente a dos procesos simultáneos. Por un lado, plantea que las empresas siguen una estrategia de maximizar el valor accionario de la firma, debido a que estas pasan a ser entendidas como una cartera de inversiones donde quienes tienen el mayor poder de presión son los accionistas. A su vez, dado que la rentabilidad financiera es largamente superior a la que puede ser obtenida en el ámbito productivo, las grandes empresas, que son las que están en condiciones de hacerlo, se inmiscuyen en el sistema financiero no con el objetivo de conseguir financiamiento para sus actividades productivas sino buscando generar ganancias de sus operaciones financieras. Estos dos procesos generan que una porción considerable de los recursos empresariales fluya hacia los mercados financieros en desmedro de recursos que podrían ser destinados a inversiones productivas.

Klinge, Fernandez y Aalberts (2020) identifican 3 corrientes dentro de los estudios de financierización corporativa. Estudios a nivel nacional y de comparación macro, análisis a niveles de firma y/o sector y, por último, estudios econométricos.

Entre los primeros se destacan el ya mencionado de Krippner (2005), con un enfoque en el patrón de acumulación y el de Orhangazi (2008) para firmas no financieras en EEUU. Los estudios de financierización corporativa de esta corriente, si bien se han ido expandiendo desde su foco inicial casi exclusivo en EEUU, mantienen aún una preferencia por países del norte global (Klinge, Fernandez y Aalberts, 2020) a pesar del reconocimiento de que ni la forma, ni el contenido de la financierización es fija entre países (Lapavitsas y Powell, 2013). Recientemente, y para CNF de América Latina, se encuentran los trabajos de Rabinovich y Perez Artica (2020a, 2020b) quienes cuestionan la relación entre las tenencias de dinero y los ingresos financieros.

¹ Es importante destacar que se estudiará la financierización empresarial considerando su inserción en un marco de financierización subordinada, sobre el cual se hará referencia más adelante en el presente proyecto.

Respecto a las investigaciones sectoriales o a niveles de firma, destaca Soener (2020) quien, luego de analizar CNF en 37 países durante 3 décadas, sostiene que el ingreso financiero es solo una pequeña parte del ingreso corporativo. Por su parte, Froud, Johal, Leaver y Williams (2006) realizan uno de los pocos estudios que hace una comparación entre sectores, algo que no ha sido retomado por las investigaciones posteriores. El hallazgo en común que comparten la mayoría de estudios de esta corriente es que se destaca la ideología y puesta en práctica del valor para los accionistas (Klinge, Fernandez y Aalberts, 2020).

Respecto a los estudios econométricos, su principal motivación es estimar la relación de la financierización corporativa con otras dinámicas socioeconómicas, teniendo una importancia central la inversión productiva de las CNF. Si bien algunos estudios encuentran una relación inversa entre estas variables, los resultados siguen siendo mixtos dependiendo de los criterios contables, métodos, períodos y los ajustes por factores externos (Fiebiger, 2016).

Respecto a las falencias que aun presentan los estudios de financierización corporativa y como futuras líneas de análisis, Klinge, Fernandez y Aalberts (2020) destacan 4 líneas: (1) ampliar el alcance geográfico y temporal; (2) prestar mucha atención a cómo se construyen los indicadores; (3) deconstruir las grandes categorías de análisis, como "activos financieros"; (4) incluir sistemáticamente los pasivos en el análisis.

En resumen, se han identificado dos canales principales de la financierización de las CNF: una mayor proporción de activos financieros respecto a los no financieros y un aumento en los recursos de las CNF que van hacia los mercados financieros (Auvray y Rabinovich, 2019). Sin embargo, el peso e importancia de los ingresos financieros aún están en discusión (Rabinovich, 2018; Rabinovich y PerezArtica, 2020a; Rabinovich y PerezArtica 2020b). Respecto a las causas, los estudios de financierización corporativa identifican dos explicaciones centrales para este proceso: el cambio de gobierno de la firma tendiente hacia un mayor poder de los accionistas, lo cual es compartido por la gran mayoría de los estudios, y el aumento del rendimiento ofrecido por los mercados financieros en comparación con la inversión productiva, afirmación que es cuestionada por quienes sostienen que el peso de los ingresos financieros sobre los totales no ha crecido significativamente en las CNF.

2.2. El enfoque sobre el sector productivo: Cadenas Globales de Valor

En los distintos escritos y definiciones sobre financierización aparece recurrentemente el vínculo de esta con el sector productivo. En términos de Powell (2018), vincular las discusiones sobre financierización empresarial con aquellas sobre producción globalizada es clave para no perder de vista las "apariencias" y "esencias" de la financierización.

De hecho, como se mencionó en el apartado anterior, una de las principales preocupaciones del enfoque que se centra en la financierización de las CNF, ha sido el dilucidar si como consecuencia del aumento de la importancia de las inversiones financieras, se produjo un detrimento de la inversión productiva. Algunos de los estudios más icónicos que realizan esto son Stockhammer (2004) donde estima el impacto de la financierización empresarial en las decisiones de inversión para Estados Unidos (EE.UU.), Francia, Alemania y el Reino Unido; concluyendo que, a pesar de diferencias entre países, en promedio la financierización parece jugar un papel importante en la reducción de la acumulación entre fines de los 60 y principios de los 90. Y Orhangazi (2008), donde a través de un estudio a nivel de firma en EE.UU. para el período 1973-2003, se concluye que hay una fuerte evidencia de que la financierización tiene efectos negativos en el comportamiento de inversión, especialmente para las grandes empresas.

En esta investigación, para entender el vínculo entre la financierización de las CNF y el sector productivo se hará uso del enfoque de Cadenas Globales de Valor (CGV). El término CGV tiene su origen en Gereffi (1994) y refiere a la gama completa de actividades que realizan las empresas y los trabajadores para llevar un producto desde su concepción hasta su uso final y más allá (Gereffi y FernandezStark, 2011).

La fundamentación de por qué utilizar el enfoque de CGV para vincular el estudio de la financierización con el sector productivo parte del diagnóstico realizado por Klinge, Fernandez y Aalberts (2020) de que “gran parte de la literatura existente² hace poco acerca de la organización espacial inherente y la integración geográfica de las empresas (Clark y Wrigley, 1997; French et al., 2011) o su posición en mercados de productos específicos (Froud et al., 2006)” (p.2). En respuesta a esto, el enfoque de CGV permite tanto, situar geográficamente a la corporación como entender su posición en el mercado de productos. De hecho, la relevancia de las CGV se plasma en que por ellas pasa el 80% del comercio mundial (UNCTAD, 2013). A su vez, Powell (2013) plantea que, en los cambios experimentados por el capitalismo en los últimos años, entre ellos una internacionalización sin precedentes de la producción, las corporaciones transnacionales han sido el actor central. Por lo tanto, la literatura de CGV, que pone el foco en la empresa, será también de utilidad para considerar a las corporaciones transnacionales como actores relevantes para el análisis. Por último, es importante tener en cuenta que, en conjunto con la expansión de los flujos internacionales de capitales, en las últimas décadas hubo también un aumento de los flujos internacionales de comercio, tecnología e información, una mayor interconexión entre los sistemas productivos y socio-institucionales de las naciones, y una importante transnacionalización de los actores económicos (Morero, 2010). Por ello, para analizar la dinámica del sector productivo es necesario considerar el efecto de la internacionalización sobre él. También para el tratamiento de esta dimensión, uno de los enfoques más potentes en la literatura es el de CGV.

Los principales autores dentro del enfoque de CGV parten de que, en el contexto de globalización, las actividades que componen las CGV están organizadas de manera inter firmas a escala global. La apertura del comercio internacional, los nuevos bienes que surgieron luego de la segunda guerra mundial y la revolución tecnológica en transporte y comunicación permitieron (y alentaron) que esto sucediera (Gereffi, 1994; Gereffi y FernandezStark, 2011).

En sus inicios, la literatura de CGV se centró en analizar la distribución de las actividades de las firmas a lo largo del mundo. Sin embargo, la investigación se ha ido ampliando y han surgido distintas líneas de investigación que examinan diferentes aspectos de la configuración de la CGV (Hernandez y Pedersen, 2017). Particularmente a partir de la crisis mundial de los derivados financieros en 2008, se plantea un escenario de reconfiguración de las CGV, en el cual aumenta la participación del comercio Sur-Sur en el comercio mundial. Este contexto presenta desafíos y oportunidades para las firmas de los países en desarrollo (Cattaneo, Gereffi y Staritz, 2010). A su vez, estos autores sostienen que la crisis de 2008, junto con la asiática de finales de la década de 1990, sugiere que el componente clave de la más reciente ola de globalización ha sido la globalización financiera. Kaplinsky y Farooki (2010) también coinciden en que la primera década del siglo XXI se caracterizó por una profunda globalización, caracterizada por un incremento de los productores de economías de bajos ingresos participando en las CGV junto con una aceleración del crecimiento del sector financiero.

Otro punto a destacar es que el enfoque de CGV ha empezado a ser utilizado de manera creciente por los organismos internacionales, lo que ha generado un avance en la generación de bases de datos para analizar las CGV (Santarcángelo, Schteingart y Porta, 2017). Se añade, a su vez, el planteamiento de Frederick (2014) quien sostiene que si bien el nivel de detalle en

² Los autores refieren a la literatura de financierización empresarial.

los datos comerciales³ es adecuado para realizar análisis específicos de la industria, la mayoría de los estudios de CGV no los aprovechan al máximo para analizar la huella del país en una industria en particular o para evaluar cambios a lo largo del tiempo.

Sin embargo, una de las críticas que se le realiza al enfoque, es que fenómenos recientes, entre ellos el proceso de financierización, no han sido tenidos suficientemente en cuenta en los estudios de CGV (Santarcángelo, Schteingart y Porta, 2017). Esto a pesar de que se ha mostrado que las inversiones financieras son cada vez más importantes en la rentabilidad de las firmas líderes de las CGV (Milberg y Winkler, 2013).

Algunas autoras, como Morgan (2014), centrándose en el estudio de Empresa Multinacionales (EMN) plantean que la globalización de las cadenas de suministros y la financierización están sumamente relacionadas, e incluso se retroalimentan, dentro del mismo proceso de globalización neoliberal. En el mismo sentido, Marcó del Pont y Todesca Bocco (2019) plantean que el proceso de financierización “se ha producido de la mano de la expansión de las empresas multinacionales (EMN), sus CGV y la creciente importancia de los mercados, las instituciones y las elites financieras que actúan tanto sobre las realidades nacionales como sobre la economía global” (p.39).

La conexión entre financierización y CGV también es analizada por Milberg (2008) quien en un estudio sobre Estados Unidos sostiene que la creciente habilidad de las firmas para desintegrar vertical e internacionalmente la producción ha permitido mantener altos niveles de beneficios, incluso en contextos de desaceleración económica. A su vez, estos beneficios, por efectos de la financierización, son utilizados para permitir mayores pagos de dividendos, recompras de acciones y otras compras de activos financieros. En esa línea Auvray y Rabinovich (2019), también para el caso de Estados Unidos, encuentran evidencia de que tanto la deslocalización como la financierización son determinantes de la disminución de la inversión y que la financierización se produce principalmente para empresas que pertenecen a sectores de alta deslocalización.

A pesar de los antecedentes mencionados, diversos autores coinciden en que la intersección entre la literatura de CGV y financierización ha sido poco analizada (Milberg, 2008;Palpacuer, 2008;Baudy Durand, 2012;Auvray y Rabinovich, 2019;Klinge, Fernandez y Aalbers, 2020), implicando no sólo un área de vacancia conceptual sino un gran desafío empírico para las economías en desarrollo. Es entonces en esta vacancia de la literatura, la conjunción de los estudios de financierización y CGV, donde se ubica el presente proyecto.

2.3. Financierización y cadenas globales de valor en la periferia

Los estudios de financierización caracterizan por tener una gran diversidad de enfoques e incluso provenir de diferentes disciplinas (Van der Zwan, 2014), algo que se evidenció en el apartado anterior. Esta gran variedad de enfoques y corrientes, en conjunto con la riqueza en términos de heterogeneidad de análisis, trae consigo algunos problemas: por momentos no hay una precisión y/o definición teórica adecuada (Mader et al., 2020) e incluso parte de la literatura que estudia el fenómeno adolece de la falta de una teoría clara de financierización. Esto último se agrava al tener en cuenta los estudios que hacen foco en las economías en desarrollo/periféricas (Bonizzi et al., 2020).

Por esto último es que en la presente investigación se buscará también hacer un aporte en cuanto a la conceptualización de la financierización en la periferia, enmarcándola en una teoría más amplia del funcionamiento actual del capitalismo. Al mismo tiempo, basándose en el

³El autor hace referencia a las bases provistas por la OCDE y la ONU, entre otras, a las cuales se hará referencia en la sección metodológica del presente proyecto.

diagnóstico de una falta de estudios sobre el vínculo entre la financierización y la participación en CGV, en esta conceptualización se pondrá especial atención en la relación entre la financierización y la organización global de la producción (OE i y ii).

Por lo expuesto anteriormente, el hecho de que el objeto de estudio sean firmas operando en Argentina no es trivial. En la literatura se reconoce que tanto el proceso de financierización, como la organización global de la producción no se manifiestan de la misma manera en la periferia respecto a los países centrales. En palabras de Bonizzi, Kaltenbrunner y Powell (2019), para teorizar sobre el capitalismo financierizado como un fenómeno global, es importante tener en cuenta que los agentes en economías emergentes se encuentran subordinados tanto desde el punto de vista de la internacionalización de la producción, cómo en relación a las finanzas globales. Powell (2013), quien acuñó el término financierización subordinada, pone el énfasis en que “la experiencia de la financierización en las economías capitalistas emergentes debe estar indeleblemente marcada por el imperialismo contemporáneo, es decir, será moldeado por el ejercicio del poder internacional manifestado a través de medios productivos y financieros, así como políticos (y militares)” (p. 111).

Bonizzi et. al. (2021), en su objetivo de construir una teoría global que abarque las experiencias de financierización en economías emergentes, plantean que el capitalismo ha entrado en una nueva etapa: capitalismo financierizado. Esta etapa se caracteriza, por un lado, con las finanzas tomando la forma de un sistema basado en el mercado del dólar estadounidense, y por el otro, con la producción llevándose a cabo mediante redes globales de producción. Y aportan con estos dos elementos una base teórica fundamental para el análisis del capitalismo financierizado: el entendimiento del origen y apropiación del valor (algo que en la literatura de financierización se encuentra ausente). Esta apropiación del valor se da mediante las dos características mencionadas anteriormente, el rol subordinado que tienen las economías capitalistas emergentes en las redes de producción global y la transformación de las finanzas en un sistema globalizado basado en el mercado del dólar estadounidense. Así, la subordinación en la producción crea el valor, mientras que la subordinación en las finanzas, mediante una oferta flexible y elástica de crédito y mecanismos de cobertura y su capacidad para mover y almacenar riqueza financiera en el extranjero, garantiza su transferencia, realización y almacenamiento seguros como riqueza financiera, principalmente en las economías capitalistas avanzadas y sus centros *offshore*⁴.

Allami et. al. (2021), quienes buscan teorizar sobre la subordinación financiera internacional (IFS) de los países emergentes, sostienen que la IFS está relacionada a la integración de estos países a una economía capitalista mundial que es desigual y jerárquica. A su vez, consideran que esta subordinación financiera está profundamente relacionada con dinámicas más amplias del desarrollo del capitalismo, entre ellas, las dinámicas de producción. Para el entendimiento de esta relación compleja y multifacética entre la IFS y la economía real, sin darle primacía a una por sobre la otra, a la vez que permitiéndoles cierta autonomía temporal a cada una, proponen la utilización del entendimiento marxista de los circuitos del capital y la relación de estos con la realización y producción del valor. Por último, es interesante el planteo de que pensar la IFS de distintos países en relación a su estructura productiva y rol en la producción global permite concebir a la IFS como un fenómeno que es estructural, pero al mismo tiempo se manifiesta con especificidades propias entre países.

Por su parte, ya dentro de los estudios de financierización, las especificidades del proceso en la periferia se reconocen desde diversas corrientes. Tanto la escuela de regulación, como la

⁴ Cuando se aborden las especificidades de las estrategias de financierización empresarial en países periféricos se evidenciará la importancia de la transferencia de la riqueza financiera al exterior y especialmente a centros financieros *offshore*.

economía política marxista y la economía poskeynesiana han postulado que la financierización en países emergentes asume formas diferentes comparadas con las economías desarrolladas como también formas específicas de cada país (Bonizzi, 2013). A pesar de esto, los análisis sistemáticos de las distintas manifestaciones y el carácter posiblemente distintivo de las tendencias de financierización en estas economías aún son escasos (Kaltenbrunner y Painceira, 2017).

Desde la corriente marxista Lapavitsas (2013) plantea “la financierización también tiene una dimensión subordinada en los países en desarrollo que refleja la naturaleza jerárquica del mercado mundial y el dinero mundial” (p. 802). Por su parte, Foster (2007) sostiene que la financierización de la economía mundial “ha resultado en una mayor penetración imperial en las economías subdesarrolladas y una mayor dependencia financiera” (p. 10). En torno al concepto de imperialismo surge el término *financierización subordinada*, el cual se utiliza para reflejar relaciones imperialistas entre países (Powell, 2013).

Desde una mirada más cercana a la corriente poskeynesiana, Kaltenbrunner y Panceira (2017) utilizan este término para describir cómo se manifiesta la financierización en los países emergentes. Sostienen que está determinada por la integración de estos países a un sistema monetario y financiero internacional financierizado y estructurado. Esta integración subordinada se revela en el comportamiento de los flujos de capital hacia los países emergentes, particularmente a América Latina, que han aumentado en gran magnitud en el último tiempo, pero a su vez han sido marcadamente volátiles, y en gran medida esa volatilidad ha sido determinada por movimientos en los mercados financieros internacionales. De hecho, una de las peculiaridades centrales de la manifestación de la financierización en países periféricos es en su dimensión internacional. Los flujos de capital hacia la periferia presentan una alta volatilidad y dependencia de las condiciones de los mercados internacionales de capital (Medialdea 2010; Powell, 2013; Lapavitsas, 2014; Kaltenbrunner y Painceira, 2017; Bonizzi, Kaltenbrunner y Powell, 2019; Juncos, 2021).

A pesar de que de las diversas aristas de la financierización la relacionada a las CFN es la más extrapolable a las economías periféricas (Medialdea, 2010), la literatura menciona ciertas particularidades de la financierización de las CFN en países periféricos. Diversos autores plantean que las tasas de interés más altas en estos países reflejan mayores oportunidades de arbitraje, especialmente actividades de *carry trade* (Rabinovich y PerezArtica, 2020b). Igualmente, las actividades especulativas de las CNF en la periferia no se limitan al *carry trade*, distintos estudios muestran como los derivados financieros relacionados a las divisas también juegan un papel (Farhi y Borgi, 2009; Zeidan y Rodrigues, 2013; Rossi Junior, 2013). Al mismo tiempo, las empresas adquieren activos financieros y se endeudan no solo en búsqueda de ganancias financieras sino para salvaguardar sus ganancias del circuito financiero local a través de la fuga de capitales. Esto está relacionado con el hecho de que los países dependientes están expuestos a crisis sistemáticas de balanza de pagos (Schorr y Wainer, 2018). La importancia de la fuga de capitales en los modelos de acumulación en los países periféricos también es resaltada por Kulfas (2005) y García Zanotti (2020).

Por el lado de los estudios de CGV, una de las críticas centrales que se le realiza, principalmente a su corriente más cercana a la ortodoxia económica representada por Gary Gereffi y adoptada por los organismos internacionales, es sobre su concepción de poder. La cual es prácticamente reducida al concepto de gobernanza y refiere a la disputa entre empresas y agentes de las cadenas en términos de quien controla las etapas de mayor valor agregado en la producción (Fernandez y Trevignani, 2015). Esta noción de poder, deja de lado la idea original de Hopkins y Wallerstein (1977) de que las cadenas integran el sistema-mundo al tiempo que lo estratifican, reproduciendo zonas centrales y periféricas; así como las ideas como las de “intercambio desigual”, “explotación” y “dominación” (Bair, 2005). En este mismo

sentido, se critica que el enfoque principal de CGV tiende a no reconocer el carácter conflictivo del proceso de inserción internacional y de cualquier trayectoria de *upgrading* (Sartacángelo, Schteingart y Porta, 2017). Este último punto está relacionado con que se ha reorientado la pregunta de investigación del enfoque a cómo las CGV podrían facilitar el desarrollo a nivel de países, en contraposición a la idea original de reproductoras de desigualdad de Hopkins y Wallerstein (Bair y Mahutga, 2016). Palpacuer (2008) sostiene que esto proviene de que la tipificación de la gobernanza de las CGV realizada por Gereffi, Humphrey y Sturgeon (2005), al basarse en la noción de transacción a la Williamson, se orientó a un individualismo metodológico que implícitamente lleva a sostener que maximizar el desempeño de una empresa individual podría servir para mejorar las condiciones de la economía y la sociedad en su conjunto. En términos de estrategia de desarrollo, Cassini, García Zanotti y Schorr (2019) plantean que "[e]n última instancia, lo que se desprende de este concepto nuevo⁵ es algo similar de lo que se seguía -y se sigue- del viejo postulado ricardiano: la mejor especialización productiva y la inserción internacional más eficiente para los países es la que resulta de jerarquizar las ventajas comparativas existentes" (p.196).

En base a estas apreciaciones han surgido distintos estudios⁶ para estudiar la situación de las firmas de países periféricos que participan de CGV. Como rasgo común entre ellos, se puede destacar el interés por darle mayor importancia al análisis de la distribución del poder y la riqueza dentro de la cadena. Con este fin, Clelland (2014) retoma la idea de Wallerstein (1983, 1987) de como los beneficios surgen en algunos lugares de las cadenas y se acumulan en otras permitiendo identificar lugares, organizaciones y grupos como centro y periferia. En este mismo sentido Gibbon y Ponte (2005) destacan que en la periferia las firmas que son líderes en sus cadenas de producción son pocas, a la vez que las disponibilidades de financiamiento son reducidas. Al mismo tiempo, recalcan que el poder de las firmas líderes está más en determinar la división funcional del trabajo a lo largo de la cadena que en necesariamente la tercerización de funciones de bajo valor agregado (Gibbon y Ponte, 2005) retomando una concepción de la relación entre empresas más consecuente con la idea de dominación y/o explotación. Mahutga (2013) por su parte, busca retomar la noción de poder relacional, en torno a las diferencias en poder de negociación entre empresas, presente en el enfoque de Redes Globales de Producción (GPN⁷), que permite incluir en el análisis la posibilidad de que las obtengan concesiones económicas del resto de las empresas y por lo tanto tiene implicaciones en las conclusiones sobre posibilidades de desarrollo.

A su vez, también se retoman algunos puntos respecto al vínculo del enfoque de CGV con la financierización. Gibbon y Ponte (2005) plantean que la financierización corporativa lleva a que el precio de las acciones sea la guía del comportamiento de las empresas. Lo que lleva a concentrarse en actividades con alto rendimiento sobre capital que son las actividades centrales de las firmas (diseño, marketing, entre otras) reforzando la tendencia a la descentralización de actividades planteada en el enfoque de CGV. Palpacuer (2008) plantea que esta orientación hacia el valor de los accionistas de las empresas líderes introduce mayores barreras a la entrada para los proveedores, a la vez que limita las posibilidades de upgrading.

En síntesis, para conceptualizar en torno a la financierización y las CGV en la periferia, se utilizarán centralmente 3 bases teóricas: estudios que, en la búsqueda de una comprensión amplia del capitalismo actual, plantean una subordinación de la periferia tanto en las finanzas

⁵ Refieren al concepto de CGV.

⁶ Si bien en el presente proyecto se toma el término CGV para hacer referencia a la organización de la producción se incluye también a autores y perspectivas que usan el término Cadenas Globales de Commodities (Global Commodities Chains).

⁷ Por sus siglas en inglés, Global Production Networks (GPN)

como en la producción (Bonizzi, Kaltenbrunner y Powell, 2019; Bonizzi, et. al. 2021; Allami et. al. 2021); la literatura de financierización con foco en países periféricos, aglutinada en gran parte en torno al concepto de financierización subordinada y estudios críticos dentro de la corriente de CGV que buscan retomar las nociones de explotación, dominación y las CGV como reproductoras de un mundo estratificado en centro y periferia como eje de análisis. Se buscará entonces combinar estos elementos para generar una síntesis conceptual que permita comprender la financierización en la periferia y sus implicancias de ser ejecutadas en el marco de una subordinación en CGV.

2.4 Financierización y Cadenas Globales de Valor en Argentina.

Se presentan en este apartado los principales antecedentes de estudios que aborden el fenómeno de financierización y/o que utilicen el enfoque de CGV e incluyan en su análisis a empresas argentinas.

Respecto a estudios de financierización para el caso argentino, se encuentra el estudio de Cibils y Allami (2013) que concluye, a partir de que las ganancias en el sector bancario aumentaron a un ritmo mucho más rápido que en los grandes sectores empresariales, que ha habido un fuerte proceso de financierización en Argentina post 2001. Por su parte, en Marco del Pont y Todesca Bocco (2019) se sostiene que en Argentina durante los 70s y los 90s se pudo ver el efecto de la financierización de una economía pequeña que se integra pasivamente al mundo, esto es convertirse en un espacio de valorización financiera del capital internacional que se aprovecha del diferencial de tasa de interés. A la vez, Juncos (2021) muestra, en un análisis de los flujos de capital hacia y desde Argentina, que estos aumentan fuertemente a partir de los 90 al mismo tiempo que se produce un cambio en su composición hacia una mayor importancia de flujos más volátiles. A su vez, estos son determinados en gran parte por las condiciones de los mercados internacionales como sostienen los estudios de financierización subordinada. En el mismo sentido, Karwoski y Stockhammer (2017) quienes realizan un estudio comparando distintas medidas de financierización entre países emergentes, encuentran que en Argentina las entradas de flujos financieros alcanzan niveles significativos respecto al resto de los países comparados. A diferencia de otros indicadores como la deuda de las Corporaciones No Financieras (CNF) y de los hogares que son relativamente bajos. Por último, Chena y Buccella (2019) quienes examinan a partir de la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky (1992) como a través de la valorización financiera en Argentina se pasa de una situación de fase cubierta a un esquema de Ponzi entre 2006 y 2015.

Se observa entonces que la literatura ha detectado indicios de financierización en la economía argentina. Sin embargo, aún hay una vacante de estudios específicos de financierización a nivel firma para Argentina. Dentro de los estudios que se realizan a este nivel, aunque no todos utilizan explícitamente el término financierización, destacan los realizados por Demir (2007, 2009a, 2009b y 2009c), Schorr y Wainer (2018; 2020), PerezArtica, Delbianco y Brufman (2017), Sosa y Frederico (2018), Cassini, García Zanotti y Schorr (2019), Navarro Rocha (2020) y García Zanotti (2020). El primero de esos autores, analiza datos a nivel de firma entre los años 1990-2003 y encuentra que el aumento de la volatilidad y la incertidumbre junto con una mayor tasa de retorno en los mercados financieros (ambos procesos consecuencia de la liberalización financiera llevada a cabo durante la década del 90) llevaron a un aumento en la inversión financiera en detrimento de la inversión real en las firmas argentinas. Los segundos, Schorr y Wainer, estudian el destino que le otorgan a sus utilidades las 500 compañías no financieras más grandes de Argentina en el período 2003-2015, y concluyen que las empresas adoptan estrategias de financierización al observar que la inversión, si bien tiene una tendencia creciente en el período post crisis de 2001, no se corresponde con los aumentos de rentabilidad, que fueron mucho mayores en el período. Dentro de los destinos otorgados a

este excedente no reinvertido, destaca, tanto para las firmas extranjeras como las nacionales, el envío del mismo al exterior. El trabajo de Perez Artica, Delbianco y Brufman, que analiza Argentina en conjunto con otros países de América Latina, estudia la relación entre la inversión y el resultado financiero neto concluyendo que los beneficios derivados del período de bonanza internacional post 2003, no se tradujeron completamente en aumento de capacidad productiva sino también en ahorros excedentes destinados principalmente a acumular liquidez y otros objetos como distribuir dividendos, crecimiento del activo no operativo, etc. A la vez identifican diferencias entre sectores respecto a la evolución del Resultado Financiero Neto (RFN) de las firmas, donde los sectores relativamente más favorecidos por el ciclo internacional de alzas de precios se encontraron entre los que más RFN acumularon. Sosa y Frederico estudian el caso de El Tejar, una megaempresa de agricultura con origen argentino, la cual acudió a capitales especulativos internacionales (de tipo *private equity*), quienes buscando retornos en pocos años impusieron a la empresa una fuerte presión por crecer, modificando la estrategia empresarial de la misma e imponiéndole una lógica de acumulación financierizada. Cassini, García Zanotti y Schorr, estudian, a partir de datos contables de datos contables de grandes empresas, las estrategias de acumulación desplegadas en las actividades primarias en la Argentina en los años 2003-2015 encontrando estrategias de acumulación financierizadas que provocan que la inversión productiva se subordine a la preferencia por la liquidez la fuga de capitales, resultando en reticencia inversora por parte de las grandes firmas. Navarro Rocha, quien también realiza un estudio de caso de una empresa controlada por inversiones del tipo *private equity*, sostiene que durante 2004-2019 Pampa Energía se consolidó como un holding especializado en el sector de energía eléctrica, pero bajo una estrategia propia de una empresa financierizada cuyo eje central fue la valorización de las acciones bursátiles de la compañía a través de la recompra de acciones y la distribución de dividendos. A la vez que hacía uso de su endeudamiento para realizar inversión financiera (adquisición de sociedades, compra de títulos públicos, moneda extranjera, entre otras). Por último, García Zanotti analiza las tipologías de financierización de las grandes empresas multinacionales extranjeras no financieras en Argentina y Brasil concluyendo que hay una divergencia que se habría producido debido a que Argentina interrumpió el proceso de valorización financiera, mientras que Brasil continuó con el mismo. Sin embargo, identifica que en ambos casos la fuga de capitales fue “un factor común y una continuidad en el funcionamiento de la financierización de los países periféricos” (p. 341).

Dentro de los estudios que utilizan el enfoque de CGV para el caso argentino, se destacan aquí el de Schteingart, Sartacángelo y Porta (2017) quienes analizan la inserción de la economía argentina como un todo en las CGV, y encuentran que "el perfil de especialización del país se centra mayormente en cadenas “cortas” (como las agroindustriales), en las que el grueso de las exportaciones o bien son productos finales o, si son intermedios, suelen ser consumidos en el país de destino" (p. 78). A su vez también analizan por sectores, donde destacan, entre otros aspectos, la pérdida de peso de las importaciones de bienes finales del sector de electrónica⁸. A su vez, Lopez y Ramos (2009) hacen un análisis por sectores de la inserción argentina en CGV. Destacan el caso de la industria siderúrgica, que es un sector conformado por empresas transnacionales pero también empresas multilatinas, algunas de ellas argentinas⁹. Estas empresas más grandes que son las que poseen capacidad exportadora, a pesar de que son de origen local, operan con una estrategia global. Anyó, Bisang y Salvatierra (2010) en un análisis de las cadenas agroindustriales en Argentina, encuentran que la cadena de la soja es la más importante del país (aportando el 26% del V.A. del total de cadenas agroindustriales en 2010) y se caracteriza por una fuerte orientación hacia la producción primaria que representa el 43% de su valor bruto de producción. Cuando se observa la inserción internacional de la cadena de

⁸ Los autores asocian esto al auge del ensamble de la electrónica de consumo en Tierra del Fuego.

⁹ Por ejemplo, Tenaris S.A. subsidiaria del Grupo Techint.

la soja, su importancia es aún mayor (representaba en 2007 más de la mitad de las exportaciones de cadenas agropecuarias) y tiene una mayor relevamiento el procesamiento industrial de la misma, ya que más del 75% de las exportaciones de soja tenían algún tipo de industrialización¹⁰. Por último, Fernandez (2014) y Fernandez y Trevignani (2015) representan una línea de autores argentinos que abordan, desde una perspectiva crítica, la relación entre CGV y posibilidades de desarrollo, pero no han presentado estudios empíricos. Ninguno de estos estudios tiene en cuenta el proceso de financierización.

Respecto a estudios que aborden la conjunción entre CGV y financierización para Argentina, al menos en conocimiento del autor, no se encuentra ninguno que lo haga directamente. Sin embargo, es interesante destacar que el trabajo de García Zanotti (2020) analizando subsidiarias de multinacionales en Argentina postula que el sector de actividad condicionó la tipología de financierización, y de fuga de capitales, de las firmas. A su vez, Cassini, García Zanotti y Schorr (2019) encuentran algunas diferencias entre sectores a la hora de analizar las estrategias de acumulación de las grandes empresas de producción primaria. Esto da un indicio de que la CGV en la que operan puede ser un factor de influencia en las estrategias de financierización de las grandes empresas argentinas. E incluso, al incorporar la perspectiva de cadena, no solo se estará observando el impacto del sector de actividad en el que operan las empresas, sino también el cómo influye la configuración de una CGV, en términos de gobernanza y relaciones de subordinación, en las estrategias de financierización.

En síntesis, en la literatura se reconoce que tanto el proceso de financierización, como el rol en la organización global de la producción, adopta formas particulares en la periferia respecto a los países centrales. Así como también, la importancia de tener en cuenta la interrelación entre estos fenómenos. A pesar de esto, los análisis sistemáticos de las distintas manifestaciones y el carácter posiblemente distintivo de las estrategias de financierización en estas economías aún son escasos. Lo mismo sucede en el caso de los estudios de CGV, donde si bien han surgido distintos estudios que buscan analizar la situación de las firmas de países periféricos que participan de CGV otorgándole darle mayor importancia al análisis de la distribución del poder y la riqueza dentro de la cadena, son aún insuficientes y en pocas ocasiones se tiene en cuenta el fenómeno de financierización. Puntualmente para el caso argentino, no se encuentra ningún estudio que relacione directamente financierización subordinada y la posición en las CGV. Existe entonces, la necesidad de estudios que aborden el vínculo entre las CGV y la financierización. Más aún, estudios que al analizar este vínculo tengan en cuenta las especificidades de estar insertas, tanto las estrategias de financierización empresariales como las de producción en el marco de internacionalización de la producción, en países emergentes. Por lo tanto, la presente investigación buscará hacer un aporte en cuanto a la conceptualización de la financierización en la periferia, enmarcándola en una teoría más amplia del funcionamiento actual del capitalismo, con especial atención en la relación entre la financierización y la organización global de la producción.

Estrategia metodológica

Se parte de que en el apartado anterior se evidenció que hay una carencia en abordar la financierización a nivel firma a través de metodología de balances de empresas y relacionando esta con la inserción de estas empresas en las CGV, donde tampoco abundan los estudios actualizados y que analicen las especificidades del sector manufacturero.

¹⁰ Es importante destacar que el estudio no es actual, y que cambios en la estrategia de China, uno de los principales importadores de soja argentina, hacia una mayor industrialización interna y por lo tanto demandar más soja en forma de materia prima pueden afectar estos resultados. Es uno de los aspectos que se analizará en esta investigación cuando se haga una caracterización actual de la CGV de las oleaginosas.

Así, en primer lugar, se tomará la definición de firma de Guimaraes (1982) quien la concibe como un locus de acumulación de capital. Esto permite diferenciar la delimitación analítica de la firma de su delimitación jurídica. Una firma entendida como locus de acumulación de capital puede comprender varias entidades jurídicas (*cuasifirmas*). La firma, así definida, constará de dos características principales: una gerencia central que toma las decisiones generales y la existencia de un pool de beneficios de las partes que constituyen a la firma cuyo destino es decisión de la gerencia central. Es importante destacar que la adopción de esta noción de firma no significa abandonar el estudio de las operaciones intra-firma. Se prevé analizar los estados financieros individuales de las distintas cuasifirmas, dado que las operaciones entre empresas relacionadas son uno de los mecanismos usuales en las estrategias de financierización empresarial (García Zanotti, 2020). Para el caso de las firmas internacionales, el estudio se centrará en las cuasifirmas operando en Argentina, aunque considerando sus operaciones con entidades relacionadas en el exterior.

A su vez, al momento de identificar y cuantificar la financierización se tendrán especialmente en cuenta misma las operaciones en moneda extranjera y la fuga de capitales. Esto es de suma importancia ya que, como se detalló en la sección anterior, la fuga de capitales resulta central en los ciclos de acumulación de los países periféricos y las actividades especulativas de las CNF en la periferia están relacionadas sustancialmente a las operaciones con divisas. Por lo tanto, será de suma importancia tener en cuenta si las empresas tienen acceso a divisas mediante filiales en el extranjero o exportaciones de productos. Esto será tenido en cuenta en el presente trabajo, representando una novedad en la literatura, a través de la selección de CGV donde las firmas argentinas que participen se diferencien en estos aspectos¹¹.

Tomando en cuenta estas definiciones iniciales, la propuesta metodológica consta de cuatro instancias conducentes a un análisis del problema a abordar desde lo general a lo particular.

La primera instancia contribuye a alcanzar los objetivos específicos (OE) i, ii y iii. La misma consiste en la revisión de la literatura existente respecto a CGV, financierización y su manifestación en países periféricos. Dentro de esta instancia, como punto de partida, se procederá a explorar los dos cuerpos de literatura, CGV y financierización, para lograr una integración entre ambos, con foco en países periféricos. Esto contribuirá principalmente a la sistematización de un marco conceptual que integre y discuta los fenómenos de CGV y financierización (OE i). Luego, se procederá a abordar, a través del análisis de la integración teórica realizada, la manifestación económica de las CGV manufactureras en los países periféricos y caracterizar las particularidades que presenta la financierización en países periféricos y en la Argentina y la implicancia de ser ejecutada en el marco de CGV (OE ii y iii).

La segunda instancia se compone esencialmente de un análisis descriptivo a partir de datos cuantitativos, para contextualizar la situación de las firmas sobre las cuales se analizará sus estrategias de financierización en la tercera instancia. Se encuentra dividida en dos momentos, el primer momento, relacionado a caracterizar la inserción argentina en las CGV manufactureras seleccionadas, en el período 2009-2019 (OE iv), consta del análisis cuantitativo de flujos comerciales desde Argentina al resto del mundo y viceversa. El segundo momento está orientado a una caracterización del contexto macroeconómico en el que se insertan las firmas a analizar, a partir de distintas variables macroeconómicas nacionales y globales.

Como explican Koopman et. al. (2014) la producción en las CGV se hace en etapas, donde cada productor adquiere insumos intermedios y agrega valor al producto, esto se contrapone con las estadísticas tradicionales de comercio que son medidas en términos brutos. Así, aquellos

¹¹ Este punto se aborda en más detalle en la justificación de las CGV elegidas para llevar a cabo la investigación.

insumos intermedios que cruzan más de una frontera (es decir que participan de una producción en al menos 3 etapas en 3 países distintos) son contados doblemente en las estadísticas sobre flujos brutos de comercio. Por lo tanto, lo que se necesita es que la base de datos a utilizar especifique: “(i) las transacciones de productos intermedios y bienes finales dentro y entre cada país a nivel de industria, (ii) el valor agregado directo en la producción de cada industria en todos los países, y (iii) la producción bruta de cada industria en todos los países” (Koopman et. al., 2014, p.485). Por lo tanto, el análisis de la inserción argentina en las CGV se realizará con la versión 2021¹² de la base Trade in ValueAdded (TiVA)¹³ de la OCDE, la cual cumple con los requisitos enunciados por Koopman et. al. (2014). Dicha base considera el valor añadido por cada país en la producción de bienes y servicios que se consumen en todo el mundo. Esto lo hace a partir de matrices Insumo-Producto internacionales construidas a partir de estadísticas recopiladas según el Sistema de Cuentas Nacionales de 2008 (SCN 2008) de fuentes nacionales, regionales e internacionales y utilizan una lista de industrias basada en la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU) revisión 4. Cuenta con información para 66 países (incluyendo Argentina), desagregando en 45 sectores para el período 1995-2018.

Adicionalmente, se dispone, como fuentes complementarias, de otras bases de datos en las que se pueden ver las interdependencias entre países y sectores de cada país en distintos años, como son el sistema COMTRADE de Naciones Unidas y la matriz de insumo-producto de América del Sur de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Todas las bases mencionadas son de libre acceso.

A partir de las bases mencionadas, el análisis de la inserción argentina en las CGV manufactureras seleccionadas se hará teniendo en cuenta tanto la participación en CGV de Argentina, como su posición en las mismas.

La participación en CGV se medirá a partir de los indicadores creados por Hummels et al. (2001), siguiendo una metodología similar a la utilizada por Schteingart et. al. (2017) y Chena y Noguera (2020), entre otros, donde se asocian a las CGV los siguientes flujos comerciales: importaciones de insumos intermedios que se utilizan para fabricar bienes/servicios que luego serán exportados (participación “aguas arriba” o *backward*) y las exportaciones de insumos intermedios que se embeben en futuras exportaciones del país al que se le exporta (participación “aguas abajo” o *forward*).

Así, los indicadores a construir para cuantificar la participación en CGV son:

- Participación “aguas arriba” industria j= Valor agregado importado en exportaciones nacionales en la industria j/ Exportaciones industria j
- Participación “aguas abajo” industria j= Valor agregado nacional en exportaciones del resto del mundo en la industria j/ Exportaciones industria j
- Participación total en la industria j= Participación “aguas arriba” industria j + Participación “aguas abajo” industria j

Respecto a la posición en la CGV se caracterizará, también siguiendo a Chena y Noguera (2020), a partir del siguiente indicador:

- Posición en CGV industria j= $\ln(1+ \text{participación “aguas abajo” industria j}) - \ln(1+ \text{participación “aguas arriba” industria j})$

¹² El trabajo de Schteingart, Sartacángelo y Porta utiliza la versión 2016 de la base TiVA de la OCDE que cuenta con información hasta el año 2011.

¹³ Vale aclarar que para Argentina estos datos presentan algunas limitaciones, se basan en la matriz insumo-producto de 1997 y pueden presentar inconsistencias en precios relativos y cantidades desde el año 2007.

Nótese que, debido a como es construido el indicador, un mayor valor de este indicará que el país participa más en las etapas iniciales de la CGV (mayor participación “aguas abajo” respecto a “aguas arriba”) y lo inverso para el caso de menores valores del indicador de posición en la CGV.

Se realizará también, a modo de control y como una manera preliminar de identificar posibles diferencias en cuanto a la magnitud de fuga de capitales por cadena, el cálculo de las exportaciones totales del país en una cadena y las importaciones provenientes de Argentina del resto del mundo en esa misma cadena. Esto permitirá aproximar la posibilidad de que haya una subfacturación de exportaciones por parte de actores locales. Se aplicará un procedimiento similar para indagar respecto a la sobrefacturación de importaciones (exportaciones sectoriales del resto del mundo hacia Argentina en comparación con las importaciones argentinas de ese mismo sector).

En este momento se seleccionan también las CGV a estudiar. Se priorizan aquellas cadenas en las cuales hay participación de grandes empresas operando en Argentina. Además, se buscará que las características de las cadenas sean distintas en cuanto a su modo de gobernanza, la posición en la cadena de las firmas que operan en Argentina y el mercado de destino, local o extranjero, de los productos de las empresas operando en el país. Esta heterogeneidad en las CGV seleccionadas permitirá observar similitudes y divergencias en las tipologías de financierización de las grandes empresas, tanto dentro como entre cadenas.

Se estudiarán las grandes empresas que operan en Argentina que participan de tres CGV. Oleaginosas (soja y girasol), siderurgia y electrónica de consumo.

La cadena de producción de oleaginosas en Argentina se compone principalmente de la producción de granos de soja y girasol y su industrialización. Es una cadena con una fuerte orientación al mercado externo, es la principal cadena exportadora del país, y posee una estructura productiva, tanto en la producción primaria como en la fase industrial, fuertemente concentrada. En la producción de oleaginosas en Argentina se desempeñan al menos 10 grandes empresas, algunas de origen nacional y otras de capitales extranjero, pero todas con una fuerte internacionalización de su producción. A su vez, estas empresas en su faceta industrial se encuentran tecnológicamente avanzadas, en la frontera a nivel global (Pérez Constanzó y Storti, 2017). Como antecedentes, Cassini, García Zanotti y Schorr (2019) encuentran evidencia de reticencia inversora en la industria alimenticia Argentina entre 2003-2015, a la vez que, en este mismo período, particularmente hasta 2010, la industria alimenticia fue la que mostró mayores niveles de fuga de capitales e incluso luego de la instauración de controles cambiarios las empresas del sector sostuvieron estrategias de valorización financiera. A su vez, García Zanotti (2020) ha estudiado algunas de las empresas que operan en la cadena encontrando diversas evidencias de financierización. Destacan entre ellas la prefinanciación de exportaciones para obtener ganancias patrimoniales a través de los bienes de cambio, la fuga de capitales nutrida por mecanismos comerciales, una mayor inversión financiera en los años que no se pudieron fugar excedentes dadas las restricciones cambiarias y la utilización de estructuras jurídicas en guaridas fiscales.

Por su parte, la cadena siderúrgica está compuesta por las actividades que comprenden desde la producción de hierro primario, la elaboración de acero y semiterminados, hasta la obtención de productos terminados. El mercado local se encuentra fuertemente concentrado en todas las etapas productivas (fundición, aceración y laminación), a su vez que en los subsectores hay una especialización por grupo empresario. En las últimas dos décadas se ha producido tanto una internacionalización de los grupos locales, como así la penetración del capital internacional. Además, las principales empresas del sector han diversificado sus actividades a la vez que integran cada vez más sus procesos productivos. (Costa Vila y Ramón, 2017).

Dentro del proceso de internacionalización destaca el caso del grupo Techint que, vía IED, se posiciona como un importante actor de la trama global. Dentro de esta firma global, destacan los casos de Tenaris y Ternium que concentraban alrededor del 95% de los activos totales y de las ventas, y del 80% del personal ocupado (Morero, 2013). Tenaris presenta a su vez la peculiaridad de ser, mediante la monopolización de la producción local y exportación del segmento de tubos sin costura, la única empresa del sector con una fuerte orientación al mercado externo (Costa Vila y Ramón, 2017). Santarcángelo y Strada (2014) destacan que, en la postconvertibilidad, y al menos hasta 2014, la rentabilidad de la cúpula siderúrgica ha sido mucho mayor que en los años previos. Por lo tanto, la presencia de excedente y sus posibles usos financierizados hacen que el estudio de la cadena sea sumamente relevante.

Finalmente, la producción de electrónica de consumo en Argentina tiene una dinámica diferente a las de las cadenas mencionadas anteriormente. En primer lugar, la evolución de CGV de electrónica de consumo está determinada principalmente por las decisiones de las empresas propietarias de las marcas de productos finales. Segundo, las tareas de mayor complejidad dentro de la cadena de valor, como las etapas de investigación, diseño y marketing, están localizadas principalmente en los países centrales. Por último, en Argentina la producción de esta industria se destina exclusivamente al mercado doméstico y los insumos, maquinarias y materias primas son en gran parte adquiridas en el extranjero a la vez que las empresas del sector no han logrado erigirse como un actor de relevancia en la cadena (Santarcángelo y Perrone, 2015). Sin embargo, la producción de electrónica de consumo ha crecido fuertemente en el país, particularmente desde 2009 con la profundización del régimen Promoción al Territorio Nacional de Tierra del Fuego, de hecho, los beneficios obtenidos a través del régimen han sido fundamentales para las distintas empresas (Rabinovich, 2019; Santarcángelo y Perrone, 2015). A su vez, el sector está compuesto por una cúpula que goza de cierta estabilidad, a la vez que muchas de estas empresas forman partes de grupos económicos. Permitiendo observar que, tanto la fabricación de bienes electrónicos de consumo y afines, como las importaciones sectoriales y las subvenciones estatales asociadas, son controladas por un puñado de compañías y conglomerados empresarios. (Schorr y Porcelli, 2014). En síntesis, la CGV de electrónica de consumo se caracteriza por una inserción argentina en sectores de bajo valor agregado, orientada principalmente al mercado local y con una fuerte incidencia de la política de promoción estatal. Al mismo tiempo se encuentra concentrada en un puñado de grandes empresas y grupos económicos, por lo que se podrá investigar acerca de las estrategias de financierización adoptadas en el sector.

A la hora de caracterizar el contexto macroeconómico en el que se insertan las firmas a analizar, en primer lugar, se realizará un breve análisis de la evolución del sistema monetario y financiero internacional entre 2009 y 2019, esto se realizará a partir de la evolución de dos variables: la tasa de interés internacional (medida a través de la tasa que pagan los bonos del tesoro de EEUU a 10 años) y la volatilidad del mercado financiero internacional (medida a partir del índice VIX¹⁴).

Luego, se prestará especial atención a las entradas y salidas de flujos de capitales, dado que las mismas representan el canal principal por donde se manifiesta la financierización a nivel macroeconómico, así como también su carácter subordinado en la periferia (García Arias, 2015; Bonizzi, Kaltenbrunner y Powell, 2019; Juncos, 2021).

Así las principales variables a tener en cuenta serán:

¹⁴ Índice de volatilidad del *Chicago Board Options Exchange*, el cual es una medida de la expectativa de volatilidad del mercado de valores basada en las opciones del índice S&P 500 que permite aproximar el riesgo financiero internacional.

- a) Cuentas nacionales y variables domésticas¹⁵:
 - la tasa de crecimiento del producto interno bruto en dólares corrientes.
 - saldo de la cuenta corriente / producto interno bruto en dólares corrientes.
 - saldo de la cuenta capital/ producto interno bruto en dólares corrientes.
 - tasa de interés del mercado de dinero doméstico.
 - Tipo de cambio real multilateral (TCRM)¹⁶.

La elección de estas variables se fundamenta en el trabajo realizado por Perez Artica, Delbianco y Brufman (2016) quienes utilizan, las primeras cuatro, como posibles variables explicativas tanto para el Resultado Financiero Neto (RFN) como la Formación Bruta de Capital (FCB) de empresas de América Latina. Las mismas permitirán realizar una descripción del contexto macroeconómico general en el que se desenvuelven las firmas a analizar. La incorporación del TCRM para caracterizar el contexto macroeconómico se fundamenta en que en 2015, con el cambio de gobierno, el cambio en la política cambiaria y de comercio exterior en uno de los aspectos donde se vio plasmada fue en las variaciones del tipo de cambio.

- b) Endeudamiento y flujos de capitales privados:
 - Entradas y salida de capitales por tipo (inversión productiva, inversión de cartera, otra inversión) y sector institucional (banco central, bancos, gobierno, resto de la economía)¹⁷.
 - Formación de Activos Externos (FAE)¹⁸/ producto interno bruto en dólares corrientes.
 - Endeudamiento externo privado por tipo de deuda (comercial, financiera, otra deuda) y sector (CLANAE letra y a dos dígitos)¹⁹.

Las variables anteriores permitirán contextualizar las operaciones de endeudamiento y fuga de capitales de las empresas seleccionadas en el total del país y en el sector de actividad económica en el que operan.

- c) Rentabilidad
 - Rentabilidad sobre activo de grandes empresas por sector de actividad económica²⁰.
 - Participación de la utilidad de grandes empresas en el valor agregado bruto por sector de actividad económica²¹.
- d) Nivel de apertura financiera: Se realizará un análisis descriptivo dividido en dos etapas: Por un lado, se hará un recuento de las medidas adoptadas en torno a la regulación de los flujos de capital hacia y desde el país el período 2009-2019. Para esto se usará como referencia los documentos oficiales emitidos por el BCRA y otros organismos gubernamentales de Argentina. Por otro lado, se utilizarán indicadores frecuentes de la literatura de regulación de la cuenta capital. Se partirá de una combinación de indicadores *de jure* e indicadores *de facto*²².

¹⁵ Las variables se encuentran disponible en las bases Balance of Payments Database e *International Financial Statistics* ambas de libre acceso y provistas por Fondo Monetario Internacional (FMI).

¹⁶ Provisto por el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

¹⁷ La fuente principal para esta variable será la Balance of Payments Database del FMI. A su vez, en caso de faltantes se podrá completar con fuentes complementarias como la base Locational Banking Statistics del Bank of International Settlement, la base Portfolio Investment Survey Database también del FMI, la base de balanza de pagos de la CEPAL, la base de balanza de pagos de INDEC.

¹⁸ Será extraída del balance cambiario publicado mensualmente por el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

¹⁹ Información disponible a partir del Relevamiento de Activos y Pasivos Externos del BCRA.

²⁰ Disponible a partir de 2012 a partir de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE) de INDEC.

²¹ Disponible a partir de 2012 a partir de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE) de INDEC.

²² Los indicadores *de jure* son aquellos que se construyen a partir de codificar los documentos oficiales respecto a la declaración o verificación de existencia de controles sobre los flujos de capitales. Por su

Como indicadores *de jure* se utilizarán los construidos por Fernandez et. al. (2016), que reflejan la interpretación y codificación por parte de los autores de la información proporcionada en el Informe Anual del FMI sobre Acuerdos y Restricciones Cambiarias, donde en la versión actualizada de la base²³, los datos referidos a Argentina se encuentran disponibles para el período 1995-2019. Puntualmente se utilizarán los indicadores: *ka*, que representa el total de restricciones a los flujos de capital; *kai*, que representa las restricciones a los ingresos de flujos de capital al país y *kao* que representa las restricciones a los egresos de flujos de capital del país. Los 3 indicadores mencionados van de 0 a 1, donde 0 significa que no hay ningún tipo de control sobre los distintos flujos de capitales y 1 representa un control máximo.

Respecto a los indicadores *de facto*, se seguirá una metodología similar a la trabajada previamente en Juncos (2021) donde se analizan: - Balance de cuenta financiera Argentina (tanto en su signo, magnitud en valores absolutos, composición de los pasivos por categoría funcional y volatilidad²⁴); - Capitalización de empresas nacionales que cotizan en bolsa como porcentaje del Producto Interno Bruto²⁵; - Componente Renta de la Inversión, tanto del lado del crédito como del débito, de la Cuenta Corriente²⁶.

La tercera instancia, en la cual se procederá a estudiar la incorporación de estrategias de financierización, en el período 2009-2019, de firmas argentinas que operan en las CGV manufactureras seleccionadas, tiene como objetivo central analizar la financierización a nivel de firma. En el análisis se tendrá en cuenta tanto, las particularidades de la financierización subordinada, así como, las implicancias de operar en el marco de CGV en las estrategias de financierización (OE v). La literatura destaca que dentro de los estudios que se han realizado para países periféricos, aquellos que encuentran evidencia más fuerte del involucramiento de las CNF en actividades financieras son los que utilizan la metodología de balance de empresas (Demir 2007, 2009a, 2009b y 2009c; Karwowski, 2012, TorijaZane y Gottschalk, 2018), y que a partir de la lectura de información contable se pueden construir variables económicas que sirven para observar estrategias de acumulación, el financiamiento y el destino de los fondos (fuga de capitales, inversión financiera o inversión productiva) (García Zanotti, 2020). Por lo tanto, se usará como estrategia metodológica el análisis de información de balances de empresas, lo que permitirá ahondar en el análisis de las estrategias de financierización, así como considerar las especificidades de la financierización periférica como la fuga de capitales u operaciones en moneda extranjera.

Las variables económicas a construir a partir de la información contable pueden ser agrupadas en 5 categorías: Desempeño de la firma, inversión productiva, inversión financiera, endeudamiento y fuga de capitales.

Desempeño de la firma: En esta categoría se incluyen las variables tendientes a medir la evolución de la rentabilidad de las empresas en el período seleccionado. Los indicadores a utilizar son: - Excedente/Activo total, donde Excedente= Resultados operativos +

parte los indicadores *de facto*, se basan en magnitudes de integración financiera como flujos de capital sobre producto interno bruto, tamaño del sector financiero, entre otras (Bastourre y Zeolla, 2017).

²³ Otra novedad de la versión 2021 de esta base de datos es que contiene información narrativa sobre las medidas de control de capitales extraída del Informe Anual del FMI sobre Acuerdos y Restricciones Cambiarias, por lo que servirá para complementar la información obtenida a partir de los documentos oficiales emitidos por el BCRA y otros organismos gubernamentales de Argentina mencionados anteriormente.

²⁴ Información disponible a partir de la Balanza de Pagos de CEPAL desde el año 1980.

²⁵ Información disponible a partir del banco de datos del Banco Mundial desde el año 1980.

²⁶ Información disponible a partir de la Balanza de Pagos de CEPAL desde el año 1980.

Amortizaciones + Impuesto a las ganancias.
- RFN= Excedente/Activo total – Inversión Bruta Fija (IBF)
- ROE= Excedente/Activo total – Inversión Bruta Fija (IBF)

Inversión productiva: Se computan aquí indicadores los usos del excedente de las firmas destinados a aumentar y/o reponer su capacidad productiva. Se contabilizan a partir de las siguientes magnitudes: - IBF= Adquisición de bienes de uso/ Activo total

- Inversión neta= (Adquisición de bienes de uso – depreciaciones y amortizaciones – baja y/o ventas de bienes de uso) / Activo total

Inversión financiera: Conforman esta categoría las variables construidas con el objeto de captar la porción del Excedente de las firmas que es orientado hacia los mercados financieros. Será cuantificada a partir de: - Inversión financiera: (Aumento de efectivo + Adquisición de activos financieros + Préstamos otorgados + Adquisiciones de participaciones en empresas²⁷) / Activo total.

- Tenencias de liquidez: (Efectivo y equivalentes + inversiones corrientes) / Activo total

Endeudamiento: En esta categoría se incluyen indicadores tendientes a identificar el grado y carácter del endeudamiento de las firmas. Para esto, las variables a utilizar son:

- Apalancamiento = Pasivo total/Activo total

- Apalancamiento de corto plazo= Pasivo corriente/ Activo total

- Nivel de endeudamiento= Stock préstamos financieros/Ventas²⁸.

- Evolución del endeudamiento por plazo (corriente o no corriente) y prestamista (entidades financieras, sociedades relacionadas en el país o sociedades relacionadas en el exterior).

Fuga de capitales: Siguiendo a García Zanotti (2020), se considerará como fuga a toda salida de capitales y divisas que, en caso de haber sido reinvertidas en el país, generarían un mayor retorno social y económico. Lo central para definir si una operación es considerada fuga de capitales no será necesariamente su carácter económico sino la contraparte con la que se relaciona la empresa en esta operación. Así, por ejemplo, distintas operaciones incluidas dentro de operaciones financieras como la compra de títulos públicos, operaciones con derivados, entre otras, serán consideradas fuga de capitales cuando sean realizadas en el exterior a través de una empresa relacionada en una guarida fiscal.

La metodología a aplicar será construir un listado de las transacciones de las firmas con entidades relacionadas en el exterior. A su vez, se caracterizará a las entidades relacionadas en el exterior según si están situadas en países considerados guaridas fiscales o no y según su objeto social. A partir de esta caracterización se podrá determinar cuáles de estas operaciones, que significaron salidas de divisas, son plausibles de ser efectivamente consideradas fuga de capitales. A su vez, también se utilizará como fuente secundaria información disponible a

²⁷ Se enumeran aquí las principales denominaciones mediante las cuales las operaciones financieras pueden ser extraídas de los balances contables, sin embargo, pueden ser incluidas nuevas partidas que, dependiendo de la metodología de confección de los balances de las distintas empresas, no están mencionadas aquí, pero por su denominación representen inversión financiera.

²⁸ Este indicador apunta a captar el endeudamiento en relación a la capacidad de pago de las firmas, por esto se usa como denominador las ventas de las mismas.

partir de causas judiciales relacionadas a la fuga de capitales en las que puedan estar involucradas las empresas seleccionadas.

En esta instancia metodológica, también se procederá a computar las categorías “Ingresos Financieros” (IF) y “Pagos Financieros” (PF), considerando lo discutido en la sección anterior respecto de que uno de los canales de la financierización hay es un aumento en los recursos de las CNF que van hacia los mercados financieros mientras que el peso e importancia de los ingresos financieros aún están en discusión.

Se definirá como IF: La suma de aquellos flujos dentro de “actividades de financiación” que representen un ingreso para la firma y no sean actividades de endeudamiento. Se considerarán también flujos provenientes de “actividades de operación” o “actividades de financiación” pero que su concepto en el estado contable indique una operación financiera. Para los PF se aplicará la misma metodología que en IF, pero considerando en este caso aquellos flujos que representen un egreso para la firma.

A su vez, otros indicadores, no necesariamente cuantitativos, que pueden ser tenidos en cuenta como indicios de estrategias de financierización son origen de los beneficios, pago de dividendos y recompras de acciones, composición de los accionistas, orígenes y trayectorias de los directores, pago de compensaciones a los directores, salario de empleados, indicador de empleo (Carmo, Sacomano Neto y Donadone, 2020). Estas variables serán consideradas para complementar el análisis en los casos que la caracterización a partir de las categorías anteriores no resulte concluyente.

Para la construcción de las variables definidas en los párrafos anteriores se utilizarán, como se anticipó, los estados contables de las firmas. El principal insumo para esto, siguiendo la metodología de García Zanotti (2020), será el “flujo de caja” o “estado de flujos de efectivo”, ya que, a diferencia del resto de las partidas contables que se registran mediante el criterio de lo devengado, refleja efectivamente movimientos de fondos. En los casos que la información necesaria no sea reflejada en el flujo de caja se recurrirá al criterio de lo devengado, pero solo para partidas con alto grado de liquidez. Por último, se utilizarán también como fuente de información, especialmente para captar operaciones financieras y fuga de capitales, las notas y memorias a los Estados Contables. Especialmente las relacionadas a operaciones con fuentes relacionadas y operaciones/estado de situación patrimonial en moneda extranjera.

Para acceder a los estados contables la fuente principal será el sitio de libre acceso de la Comisión Nacional de Valores (CNV) donde las firmas que cotizan en bolsa tienen la obligación de presentarlos. A su vez, se dispone de otras fuentes complementarias como son la información tributaria disponible en los Anuarios Estadísticos de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), donde en la sección “Impuesto a las Ganancias Sociedades” se resumen las declaraciones juradas presentadas por las sociedades comerciales. En este caso se puede construir el RFN por sector hasta la desagregación de CLANAE a 3 dígitos mediante la suma de las categorías “resultado por venta de acciones”, “resultado por inversiones permanentes” y “resultados financieros”²⁹. Con la información de AFIP se puede también computar el valor de los activos financieros a través de la suma de los conceptos de “activo inversiones” y “activo disponibilidades”. Por último, existen diversas bases de proveedores privados como como *Reuters Datastream*, *Compustat Global* de Standard & Poor’s o Economática las cuales contienen información contable a nivel de empresa para la gran mayoría de firmas de cotización abierta de países de América Latina. Actualmente el

²⁹ En cada caso se debe calcular previamente el resultado neto restando de aquellos conceptos contables que se presentan como “utilidad” (valores positivos) los conceptos presentados como “pérdidas” (valores negativos).

doctorando no cuenta con acceso a estas bases, pero puede considerar obtenerlo en caso de ser necesario.

Por último, la cuarta instancia procede a, en función de los resultados obtenidos, establecer conclusiones en torno al proceso de inserción de Argentina en las CGV manufactureras, las estrategias de financierización de las firmas locales insertas en estas cadenas y la retroalimentación entre estos procesos. Estas conclusiones están orientadas a contribuir a las principales conceptualizaciones de CGV y financierización a la luz de los resultados empíricos y análisis realizados en este proyecto, poniendo énfasis en las estrategias de financierización de empresas locales (OE vi).

Hipótesis de trabajo:

a) Algunas firmas argentinas insertas en Cadenas Globales de Valor manufactureras han virado hacia estrategias de obtención de beneficios a través de la financierización (ingresos financieros), disminuyendo la importancia relativa de la producción en su renta. Al mismo tiempo, la porción de recursos que fluyen hacia los mercados financieros (pagos financieros) de algunas firmas argentinas insertas en Cadenas globales de Valor manufactureras han crecido en desmedro de la inversión productiva. Adicionalmente, se espera una mayor relevancia de los pagos financieros por sobre los ingresos financieros.

b) Algunas firmas argentinas insertas en Cadenas Globales de Valor manufactureras han adoptado estrategias de financierización que se plasman en una mayor proporción de activos financieros respecto a los no financieros.

c) Las estrategias de financierización mencionadas en a) y b) presentarán particularidades por ser ejecutadas en el marco de una financierización subordinada. Tanto en los ingresos y pagos financieros, como en la composición de los activos financieros se reflejará una importancia de las operaciones relacionadas a divisas (*carry trade*, derivados financieros en moneda extranjera o relacionados a esta, por ejemplo: seguros de cambio, fuga de capitales, endeudamiento en moneda extranjera, etc.).

d) La magnitud y forma de las estrategias de financierización de firmas manufactureras argentinas se verán afectadas por las características de las Cadenas Globales de Valor en las que están insertas y la posición que ocupan las firmas en ellas. Específicamente:

d.1) Empresas que participan en CGV en las que tienen acceso a divisas mediante ventas al exterior o que posean filiales en el extranjero presentarán una mayor incidencia de la fuga de capitales en su estrategia de financierización. Por el contrario, aquellas empresas que pertenecen a una CGV donde venden exclusivamente al mercado local y no posean filiales en el extranjero evidenciarán una mayor importancia de los dividendos.

d.2) Empresas que son líderes en su CGV, y por lo tanto participan activamente en la configuración de la misma, presentarán estrategias de financierización empresarial más marcadas y similar en importancia a la de los países centrales. Por el contrario, aquellas que se encuentran subordinadas a las decisiones de organización de la producción de las líderes de su cadena las operaciones en el mercado financiero serán relativamente menos importantes.

e) Las estrategias de financierización de las firmas, especialmente aquellas operaciones relacionadas a divisas, serán más importantes en momentos de mayor apertura financiera en el país. En momentos de mayores controles de capitales, las operaciones financieras serán de menor cuantía y dentro de ellas ganará en importancia la distribución de dividendos.

Referencias (EN PROCESO):

Auvray, T. y Rabinovich, J. (2019) "The financialisation–offshoring nexus and the capital accumulation of US non-financial firms" en *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 43, Nro. 5, pp. 1183–1218.

Bair, J. (2005). "Global capitalism and commodity chains: Looking back, going forward". *Competition & Change*, v. 9, n.º 2, pp. 153-180.

Bair, J. y Mahutga, M. (2016) "Commodity chains and development" en Hooks, G (Ed.), *The sociology of development handbook*, Berkeley, University of California Press.

Baud, C., & Durand, C. (2012). "Financialization, globalization and the making of profits by leading retailers" en *Socio-Economic Review*, Vol. 10, Nro. 2, pp. 241–266.

Bonizzi, B. (2013), "Financialization in developing and emerging countries: a survey" en *International Journal of Political Economy*, Vol. 42, Nro. 4, pp. 83-107.

Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A. y Powell, J. (2019), "Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies" en *Greenwich papers in political economy*, Nro. 69, Greenwich Political Economy Research Centre, Londres. Disponible en:
https://www.researchgate.net/publication/331487906_Subordinate_Financialization_in_Emerging_Capitalist_Economies .

Carmo, M. J., Sacomano Neto, M., y Donadone, J. C. (2020). "Multiple dynamics of financialization in the automotive sector: Ford and Hyundai cases." en *Gestão&Produção*, Vol. 27, Nro.4, pp. 1-27.

Cattaneo, O., Gereffi, G. y Staritz, C. (2010). *Global Value Chains in a Postcrisis World: Resilience, Consolidation, and Shifting End Markets*. En O. Cattaneo, G. Gereffi y C. Staritz (eds.): *Global Value Chain in a Postcrisis World: A Development Perspective*. (pp. 3-20). The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank encourages, Estados Unidos: Washington DC.

Cassini, L. (2015). Reinversión de utilidades y concentración en la industria manufacturera argentina en la posconvertibilidad. *Realidad Económica*, N° 292.

Chena, P., Buccella, M. E., y Bosnic, C. (2017). Efectos de la financierización en el cambio tecnológico en América Latina. En M. Abeles, E. Pérez Caldentey y S. Valdecantos (Eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina* (pp. 76-133). Santiago, Chile: CEPAL.

Chena y Buccella (2019)

Cibils, A. y Allami, C. (2013). Financialisation vs. development finance: The case of the post-crisis Argentine banking system. *Revue de la régulation* (En línea), 13 1er semestre / Spring 2013.

Clark, G. L., & Wrigley, N. (1997). The spatial configuration of the firm and the management of sunk costs. *Economic Geography*, 73(3), 285–304.

Clelland (2014)

Costa Vila y Ramón (2017). Informes de cadenas de valor: Industrias Metálicas Básicas: Siderurgia y aluminio. (Informe N°26) Buenos Aires, Argentina: Subsecretaría de Programación Microeconómica, Secretaría de Política Económica, Ministerio de Hacienda de la Nación.

Demir, F. (2007), "The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries" en *Review of Radical Political Economics*, Vol. 39, Nro. 3, pp. 351-359.

Demir, F. (2009a), "Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets" en *Journal of Development Economics*, Vol. 88, Nro. 2, pp. 314-324.

Demir, F. (2009b), "Volatility of Short-term Capital Flows and Private Investment in Emerging Markets" en *The Journal of Development Studies*, Vol. 45, Nro. 5, pp. 672-692.

Demir (2009c), "Macroeconomic uncertainty and private investment in Argentina, Mexico and Turkey" en *Applied Economics Letters*, Vol. 16, Nro.6, pp. 567-571.

Epstein G.A. (2005): "Introduction: Financialization and the World Economy", *Financialization and the World Economy*, ed. G.A. Epstein, 3-16. Cheltenham: Edward Elgar.

Farhi, M. y Borghi, R. a. Z. (2009). "Operations with financial derivatives of corporations from emerging economies" en *Estudios Avanzados*, Vol. 23, Nro. 66, pp. 169-188.

Fernandez, V. R. (2014). *Global Value Chains in Global Political Networks: Tool for Development or Neoliberal Device?*. *Review of Radical Political Economics*, 47(2), 209-230.

Fernandez, V. R. y Trevignani, M. F. (2015). *Cadenas Globales de Valor y Desarrollo: Perspectivas Críticas desde el Sur Global*. *Revista de Ciências Sociais*,

Fernandez, Andres, Michael Klein, Alessandro Rebucci, Martin Schindler, and Martin Uribe, "Capital Control Measures: A New Dataset," *IMF Economic Review* 64, 2016, 548-574.

Fiebiger, B. (2016). "Rethinking the financialisation of non-financial corporations: A reappraisal of US empirical data" en *Review of Political Economy*, Vol. 28, Nro. 3, pp. 354-379.

Frederick, S. (2014). *Combining the Global Value Chain and global I-O approaches*. Duke University, Global Value Chains (GVC) Center. Discussion Paper.

French, S., Leyshon, A., & Wainwright, T. (2011). *Financializing space, spacing financialization*. *Progress in Human Geography*, 35(6), 798-819.

Froud, J. Johal, S. Leaver, A. y Williams, K. (2006). *Financialization and Strategy. Narrative and Numbers*, Londres: Reino Unido: Routledge.

García Zanotti, G. D. (2020). "Trayectorias divergentes en la financierización de las grandes empresas extranjeras no financieras de Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017)", *Tesis doctoral*, Universidad Nacional de Quilmes, Bernal, disponible en: <http://ridaa.unq.edu.ar/handle/20.500.11807/2182>.

Gereffi (1994). *The organization of Buyer-Driven Global Commodity Chains: How U.S. Retailers shape overseas productions network*. En G. Gereffi y M. Korzeniewics (Eds.), *Commodity chains and global capitalism* (pp.95-122). Londres, Reino Unido: Praeger.

Gereffi, G., Humphrey, J., y Sturgeon, T. (2005). *The governance of global value chains*. *Review of international political economy*, Vol. 12, Nro. 1, pp. 78-104.

Gereffi y Fernandez Stark (2011). *Global value chain analysis: A primer*. Center on Globalization, Governance & Competitive-ness (CGGC), Duke University, North Carolina, USA.

Gibbon, P. y Ponte, S. (2005) *Trading down. Africa, value chains, and the global economy*, Nueva York, Temple University Press.

Guimarães, E. A. (1982). *Acumulação e crescimento da firma: um estudo de organização industrial*. Río de Janeiro, Brasil: Zahar Editores.

Hernandez, V. y Pedersen, T. (2017). Global value chain configuration: A review and research agenda. *BRQ Business Research Quarterly* 20(2), 137-150.

Hopkins, T. y Wallerstein, I. (1977). Patterns of Development of the Modern World-System. *Review*, Vol 1., Nro. 2, pp. 111-145.

Hummels, D., Ishii, J. y Yi, K. M. (2001). The Nature and Growth of Vertical Specialization in World Trade. *Journal of International Economics*, 54(1), 75-96.

Juncos, I. (2021). La dimensión internacional de la financierización subordinada: El caso argentino. *Revista De Economía Política De Buenos Aires*, Vol. 15, Nro. 22, pp. 47-72.

Kaltenbrunner, A., y Paineira, J. P. (2017), "Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada" en Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S, (Eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina*, Santiago, CEPAL.

Karwowski, E. (2012): "Financial Operations of South African Listed Firms: Growth and Financial Stability in an Emerging Market Setting" en III conference international do ieSe, Maputo: Mozambique, 3-4 de Septiembre.

Karwowski, E., Stockhammer, E. (2016). Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. Post Keynesian Study Group, Working Paper No. PKWP1616.

Kaplinsky, R y Farooki, M. (2010). Global Value Chains, the Crisis, and the Shift of Markets from North to South. En O. Cattaneo, G. Gereffi y C. Staritz (eds.): *Global Value Chain in a Postcrisis World: A Development Perspective*. (pp. 125-153). The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank encourages, Estados Unidos: Washington DC.

Klinge, T. J., Fernandez, R. y Aalberts, M. B. (2020). "Whiter corporate financialization? A literature review" en *Geography Compass*, Vol. 15, Nro. 9, recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/toc/17498198/2021/15/9>

Krippner, G. (2005), "The Financialization of the American Economy" en *Socio-Economic Review*, Vol. 3, Nro.2, pp. 173-208.

Kulfas, M., (2005). *Internalización financiera y fuga de capitales en América Latina: Argentina, Brasil, Chile y México en los años '90.*. Documentos de Trabajo N° 17. Buenos Aires: FLACSO.

Lapavistas, C., (2014). *Profiting with out producing: How Finance exploits us all*, Londres: Reino Unido: Verso.

Lapavistas, C. y Powell, J. (2013). "Financialisation varied: A comparative analysis of advanced economies" en *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, Vol. 6, Nro. 3, pp. 359-379.

López, A. y Ramos, D. (2009). Inversión extranjera directa y cadenas de valor en la industria y servicios. En B. Kosacoff y R. Mercado (Eds.), *La Argentina ante la nueva internacionalización de la producción: crisis y oportunidades*. (pp. 141-215). Buenos Aires, Argentina: CEPAL.

Mahutga (2013)

Marcó del Pont, M. y TodescaBocco, C. (2019). Límites al desarrollo nacional en un contexto global de financierización: notas sobre el caso argentino. En P. I. Chena y P. M. Biscay (Eds.), *El imperio de las finanzas deuda y desigualdad*. (pp. 37-52). Buenos Aires, Argentina: Miño y Dávila Editores.

Medialdea, B. (2010) *Subdesarrollo, capital extranjero y financierización: la trampa financiera de la economía brasileña* (Tesis doctoral). Universidad Complutense de Madrid, Madrid

Milberg, W. (2008). "Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains" en *Economy and Society*, Vol. 37, Nro. 3, pp. 420-451.

Milberg, W. y Winkler, D. (2013). *Outsourcing economics. Global value chains in capitalist development*. Cambridge University Press, Reino Unido: Cambridge.

Morero, H. A. (2010). Internacionalización, Tramas Productivas y Sistema Nacional de Innovación. *Journal of Technology, Management & Innovation*, 5(3), 142-161.

Morero, H. A. (2013). "Internacionalización y Sistema Nacional de Innovación argentino: una perspectiva de tramas productivas. Los casos automotriz y siderúrgico.", *Tesis doctoral*, Universidad Nacional de Córdoba, Córdoba, disponible en: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/44409/1/MPRA_paper_44409.pdf.

Morgan (2014) Financialization and the multinational corporation

Orhangazi, O. (2008), "Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003" en *Cambridge journal of economics*, Vol. 32, Nro. 6, pp. 863-886.

Palpacuer (2008)

Pérez Constanzó y Storti (2017). *Informes de cadenas de valor: Oleaginosa*. (Informe N°29) Buenos Aires, Argentina: Subsecretaría de Programación Microeconómica, Secretaría de Política Económica, Ministerio de Hacienda de la Nación.

Perez, Artica R. (2016). El ahorro y los obstáculos a la inversión en la cadena de valor automotriz. Una propuesta teórica y empírica. *Estudios Económicos*, 33(66),95-121.

Perez, Artica R., Delbianco, F. y Brufman, L. (2017). El ahorro y la inversión corporativos en América Latina. Una indagación a nivel firma. *Cuadernos de Economía*, 36(71), 571-600.

Powell, J. (2018). *Towards a Marxist theory of financialised capitalism*. In M. Vidal (Eds.), *The Oxford handbook of Karl Marx*. Oxford University Press.

Powell, J. (2013) "Subordinate financialisation: a study of Mexico and its nonfinancial corporations", *Tesis doctoral*, SOAS Universidad de Londres, Londres, disponible en: <https://core.ac.uk/reader/19090664>.

Rabinovich (2017)

Rabinovich, J. (2018). "The financialization of the non-financial corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis" en *Metroeconomica*, vol. 70, Nro. 4, pp. 738-775.

Rabinovich, J. (2019). Los nuevos grupos y sus viejas prácticas en la Argentina reciente (2003–2014): Entre ámbitos privilegiados de acumulación, especulación y monopolios. *Latin American research review*, 54(1), 69-88.

Rabinovich, J. y Perez Artica, R. (2020a). "Cash holdings and the financialisation of Latin American nonfinancial corporations" en *SSRN Electronic Journal*. Recuperado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3535445

Rabinovich, J. y PerezArtica, R. (2020b). "El aumento de los activos financieros en firmas de América Latina. ¿Un caso de financierización?" en *Realidad económica*, Vol. 49, Nro. 333, pp. 113-140.

Rossi Júnior, J. I. (2013). "Hedging, selective hedging, or speculation? evidence of the use of derivatives by Brazilian firms during the financial crisis" en *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 23, Nro 5, pp. 415–433.

Santarcángelo, J. E. y Perrone, G. (2015). "Desafíos y oportunidades del desarrollo de la electrónica de consumo en los países en desarrollo" en *Redes: Revista de estudios sociales de la ciencia*, Vol. 21, Nro. 41, pp. 13-40.

Santarcángelo, J., Schteingart, D y Porta, F. (2017). Cadenas Globales de Valor: una mirada crítica a una nueva forma de pensar el desarrollo. *Cuadernos de Economía Crítica* 4(7), 99-129.

Santarcángelo, J. y Strada, J. (2014). Transformaciones en la industria siderúrgica durante la post-convertibilidad. *Estudios Económicos* 31(63), 81-106.

Schorr y porceli

Schorr, M. y Wainer, A. (2018), "La financierización del capital. Estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos", Futuro Anterior Ediciones, Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Schteingart, D., Santarcángelo, J. y Porta, F. (2017). La inserción Argentina en las Cadenas Globales de Valor. *Asian Journal of Latin American Studies* 30(3), 45-82.

Soener, M. (2020). "Did the 'real' economy turn financial? Mapping the contours of financialisation in the non-financial corporate sector" en *New Political Economy*, Vol. 26, Nro. 5, pp. 1–15.

Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5), 719-741.

TorijaZane, E. y Gottschalk, R. (2018): Patrones financieros y de inversión en America Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial en Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (edits.): *Estudios sobre financierización en América Latina*. CEPAL, Chile: Santiago de Chile.

Van der Zwan, N. (2014), "Making sense of financialization" en *Socio-economic Review*, Vol. 12, Nro.1, pp. 99-129.

Wallerstein, Immanuel. 1983. *Historical Capitalism*. London: Verso.

Wallerstein, Immanuel. 1987. "Historical Systems as Complex Systems." *European Journal of Operational Research* 30: 203-207.

Zeidan, R., & Rodrigues, B. (2013). "The failure of risk management for nonfinancial companies in the context of the financial crisis: lessons from AracruzCelulose and hedging with derivatives" en *Applied Financial Economics*, Vol. 23, Nro. 3, pp. 241–250.