

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

Proyecto de tesis doctoral

Ignacio Juncos
Director: Dr. Hernán Morero
Codirector: Dr. Jorge Motta

Becario doctoral SeCyT-UNC ; Instituto de Economía y Finanzas-FCE

21 de Septiembre de 2022

- 1 Objetivo general y específicos
- 2 Marco teórico
- 3 Estrategia Metodológica
- 4 Hipótesis de trabajo

1 Objetivo general y específicos

2 Marco teórico

3 Estrategia Metodológica

4 Hipótesis de trabajo

Objetivo general

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

Objetivos específicos

- Sistematizar un marco conceptual que integre y discuta los fenómenos de Cadenas Globales de Valor y financierización.
- 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.
- Caracterizar la inserción argentina en Cadenas Globales de Valor manufactureras en el período 2009-2019.
- Estudiar la incorporación de estrategias de financierización de firmas argentinas que operan en Cadenas Globales de Valor manufactureras en el período 2009-2019.

Objetivos específicos

- 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.
- 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.

1 Objetivo general y específicos

2 Marco teórico

Los orígenes de la financiarización y las corporaciones no financieras

Cadenas Globales de Valor

Financiarización y CGV en la periferia

Financiarización y CGV en Argentina

3 Estrategia Metodológica

4 Hipótesis de trabajo

1 Objetivo general y específicos

2 Marco teórico

Los orígenes de la financiarización y las corporaciones no financieras

- Orígenes y definiciones
- financiarización y corporaciones no financieras
- Cadenas Globales de Valor
- Financiarización y CGV en la periferia
- Financiarización y CGV en Argentina

3 Estrategia Metodológica

4 Hipótesis de trabajo

Orígenes y definiciones

- 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.
- Financiarización 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” (Epstein (2005)).
- Financiarización 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” (Krippner (2005)).

financiarización y corporaciones no financieras

- Van der Zwan (2014) identifica tres enfoques sobre financiarización; un primer enfoque que ve a la financiarización como un régimen de acumulación, otro donde el énfasis esta 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 “financiarización de todos los días”.
- Financiarización empresarial: mayor poder de los accionistas dentro de las CNF como uno de los factores que da inicio al proceso de financiarización en conjunto con mayores rendimientos ofrecidos por los mercados financieros.

financiarización y corporaciones no financieras

- Dos canales principales de la financiarización de las CNF: mayor proporción de activos financieros respecto a los no financieros; aumento en los recursos de las CNF hacia los mercados financieros.
- Sin embargo, la importancia de los ingresos financieros aún está en discusión. (Rabinovich (2019a); Rabinovich and Artica (2020b,a))

1 Objetivo general y específicos

2 Marco teórico

Los orígenes de la financiarización y las corporaciones no financieras

Cadenas Globales de Valor

Cadenas Globales de Valor y Financiarización

Financiarización y CGV en la periferia

Financiarización y CGV en Argentina

3 Estrategia Metodológica

4 Hipótesis de trabajo

Cadenas Globales de Valor

- 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 and Fernandez-Stark (2011))
- Analizar la dinámica del sector productivo es necesario considerar el efecto de la internacionalización sobre él. (Schteingart et al. (2017))

Cadenas Globales de Valor y Financiarización

- Globalización de las cadenas de suministros y la financiarización están sumamente relacionadas, e incluso se retroalimentan, dentro del mismo proceso de globalización neoliberal (Morgan (2014)).
- Desintegrar vertical e internacionalmente la producción ha permitido mantener altos niveles de beneficios que son utilizados para permitir mayores pagos de dividendos, recompras de acciones, etc. (Milberg (2008))
- Tanto la deslocalización como la financiarización son determinantes de la disminución de la inversión y la financiarización se produce principalmente en sectores de alta deslocalización (Auvray and Rabinovich (2019)).

1 Objetivo general y específicos

2 Marco teórico

Los orígenes de la financiarización y las corporaciones no financieras

Cadenas Globales de Valor

Financiarización y CGV en la periferia

Financiarización en la periferia

Financiarización emperesarial en la periferia

CGV en la periferia

Financiarización y CGV en Argentina

3 Estrategia Metodológica

4 Hipótesis de trabajo

Financiarización y CGV en la periferia

- Capitalismo financierizado; 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 (Bonizzi et al. (2019)).
- Subordinación Financiera Internacional (IFS) de los países emergentes, relacionada a la integración de estos países a una economía capitalista mundial que es desigual y jerárquica. Relación compleja y multifacética entre la IFS y la economía real, sin darle primacía a una por sobre la otra (Alami et al. (2022)).

Financiarización en la periferia

- Escuela de regulación, economía política marxista y economía poskeynesiana han postulado que la financiarización en países emergentes asume formas diferentes comparadas con las economías desarrolladas como también formas específicas de cada país (Bonizzi (2013)).
- Financierización subordinada: refleja relaciones imperiales entre países (Powell (2013)); refleja la naturaleza jerárquica del mercado mundial y el dinero mundial (Lapavitsas (2014)); determinada por la integración de estos países a un sistema monetario y financiero internacional financierizado y estructurado (Kaltenbrunner and Paineira (2018)).
- Flujos de capital hacia la periferia presentan una alta volatilidad y dependencia de las condiciones de los mercados internacionales de capital.

Financiarización empresarial en la periferia

- Mayores oportunidades de arbitraje, especialmente actividades de carry trade (Rabinovich and Artica (2020a)).
- Derivados financieros relacionados a las divisas juegan un papel importante (Farhi and Borghi (2009); Zeidan and Rodrigues (2013); Júnior (2013)).
- 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 (Schorr and Wainer (2020)).

CGV en la periferia

- Crítica a la noción de poder 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 (Fernández and Trevignani (2015)).
- Retoman idea original de Hopkins and Wallerstein (1977) de que las cadenas integran el sistema-mundo al tiempo que lo estratifican, reproduciendo zonas centrales y periféricas (Bair (2005)).
- Diversos estudios analizan la situación de las firmas de países periféricos que participan de CGV. Rasgo común: interés por darle mayor importancia al análisis de la distribución del poder y la riqueza dentro de la cadena.

1 Objetivo general y específicos

2 Marco teórico

Los orígenes de la financiarización y las corporaciones no financieras

Cadenas Globales de Valor

Financiarización y CGV en la periferia

Financiarización y CGV en Argentina

Financiarización en Argentina

Financiarización empresarial en Argentina

3 Estrategia Metodológica

4 Hipótesis de trabajo

Financiarización en Argentina

- Marco del Pont y Todesca Bocco (2019): en Argentina durante los 70s y los 90s se pudo ver el efecto de la financiarización de una economía pequeña que se integra pasivamente al mundo, esto es convertirse en un espacio de valorización financiera del capital internacional.
- Juncos (2021): análisis de los flujos de capital hacia y desde Argentina, 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.

Financiarización y CGV en Argentina

- Artica et al. (2019): diferencias entre sectores respecto a la evolución del 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.
- García Zanotti (2020): analizando subsidiarias de multinacionales en Argentina postula que el sector de actividad condicionó la tipología de financiarización, y de fuga de capitales, de las firmas.
- Zanotti et al. (2021): diferencias entre sectores a la hora de analizar las estrategias de acumulación de las grandes empresas de producción primaria.

1 Objetivo general y específicos

2 Marco teórico

3 Estrategia Metodológica

Revisión de literatura

Contextualización - Análisis descriptivo

Estrategias de financiarización

Establecer conclusiones

4 Hipótesis de trabajo

1 Objetivo general y específicos

2 Marco teórico

3 Estrategia Metodológica

Revisión de literatura

Contextualización - Análisis descriptivo

Estrategias de financiarización

Establecer conclusiones

4 Hipótesis de trabajo

Revisión de literatura

- Revisión de la literatura existente respecto a CGV, financierización y su manifestación en países periféricos.
- Análisis de las particularidades que presenta la financierización en países periféricos y en la Argentina y la implicancia de ser ejecutada en el marco de CGV.

1 Objetivo general y específicos

2 Marco teórico

3 Estrategia Metodológica

Revisión de literatura

Contextualización - Análisis descriptivo

Inserción Argentina en CGV

CGV a estudiar

Contexto macroeconómico

Estrategias de financiarización

Establecer conclusiones

4 Hipótesis de trabajo

Contextualización - Análisis descriptivo

- A partir de la versión 2021 de la base Trade in ValueAdded (TiVA) de la OCDE, análisis de participación y posición en la CGV.
- Exportaciones totales del país en una cadena y las importaciones provenientes de Argentina del resto del mundo en esa misma cadena. Exportaciones sectoriales del resto del mundo hacia Argentina en comparación con las importaciones argentinas de ese mismo sector.

CGV a estudiar

- Cadenas en las cuales hay participación de grandes empresas operando en Argentina.
- 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.

Oleaginosas (soja y girasol)

- Producción de granos de soja y girasol y su industrialización. Principal cadena exportadora del país
- Estructura productiva, tanto en la producción primaria como en la fase industrial, fuertemente concentrada. En Argentina al menos 10 grandes empresas, algunas de origen nacional y otras extranjero, todas con una fuerte internacionalización de su producción.
- Tecnológicamente avanzadas, en la frontera a nivel global.

Siderurgia

- Producción de hierro primario, elaboración de acero y semiterminados y la obtención de productos terminados. Fuertemente concentrado en todas las etapas productivas, en los subsectores hay una especialización por grupo empresario.
- Últimas dos décadas se ha producido tanto una internacionalización de los grupos locales, como así la penetración del capital internacional. Destaca grupo Techint que, vía IED, se posiciona como un importante actor de la trama global.
- En la postconvertibilidad, y al menos hasta 2014, la rentabilidad de la cúpula siderúrgica ha sido mucho mayor que en los años previos (Santarcangelo and Strada Rodríguez (2014)).

Electrónica de consumo

- Evolución determinada principalmente por las decisiones de las empresas propietarias de las marcas de productos finales. Tareas de mayor complejidad localizadas principalmente en los países centrales.
- En Argentina la producción se destina exclusivamente al mercado doméstico y los insumos, maquinarias y materias primas son en gran parte adquiridas en el extranjero. Empresas del sector no han logrado erigirse como un actor de relevancia en la cadena (Santarcángelo and Perrone (2015)).
- La producción ha crecido en el país desde 2009 con la profundización del régimen Promoción de TdF. Beneficios del régimen han sido fundamentales para las distintas empresas Rabinovich (2019b). Sector compuesto por una cúpula que goza de cierta estabilidad, a la vez muchas de estas empresas forman partes de grupos económicos.

Contexto macroeconómico

- Contexto internacional: la tasa de interés internacional (tasa de los bonos del tesoro de EEUU a 10 años); la volatilidad del mercado financiero internacional (índice VIX).
- Contexto local: Cuentas nacionales y variables domésticas; Endeudamiento y flujos de capitales privados; Rentabilidad; Nivel de apertura financiera.

1 Objetivo general y específicos

2 Marco teórico

3 Estrategia Metodológica

Revisión de literatura

Contextualización - Análisis descriptivo

Estrategias de financiarización

Establecer conclusiones

4 Hipótesis de trabajo

Estrategias de financiarización

- A partir de información contable. 5 categorías: Desempeño de la firma, inversión productiva, inversión financiera, endeudamiento y fuga de capitales.
- El principal insumo “flujo de caja” o “estado de flujos de efectivo”. En los casos que la información necesaria no sea reflejada en el flujo de caja se recurrirá al criterio de lo devengado.
- 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. Otras fuentes: Anuarios Estadísticos AFIP, proveedores privados.

1 Objetivo general y específicos

2 Marco teórico

3 Estrategia Metodológica

Revisión de literatura

Contextualización - Análisis descriptivo

Estrategias de financiarización

Establecer conclusiones

4 Hipótesis de trabajo

Establecer conclusiones

- Conclusiones en torno al proceso de inserción de Argentina en las CGV manufactureras, las estrategias de financiarización de las firmas locales insertas en estas cadenas y la retroalimentación entre estos procesos

- 1 Objetivo general y específicos
- 2 Marco teórico
- 3 Estrategia Metodológica
- 4 Hipótesis de trabajo**

Hipótesis de trabajo

- Firmas han virado hacia estrategias de financiarización:
 - Obtención de beneficios a través de la financiarización, disminuyendo la importancia relativa de la producción en su renta.
 - Porción de recursos que fluyen hacia los mercados financieros han crecido en desmedro de la inversión productiva
 - Mayor proporción de activos financieros respecto a los no financieros
- Mayor relevancia de los pagos financieros por sobre los ingresos financieros

Hipótesis de trabajo

- Estrategias de financiarización presentarán particularidades por ser ejecutadas en el marco de una financiarización 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.
- La magnitud y forma de las estrategias de financiarización 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.

Hipótesis de trabajo

- Las estrategias de financiarización 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.

- Alami, I., Alves, C., Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., Koddenbrock, K., Kvangraven, I., and Powell, J. (2022). International financial subordination: a critical research agenda. *Review of International Political Economy*, pages 1–27.
- Artica, R. P., Brufman, L., and Saguí, N. (2019). Why do latin american firms hold so much more cash than they used to? *Revista Contabilidade & Finanças*, 30:73–90.
- Auvray, T. and Rabinovich, J. (2019). The financialisation–offshoring nexus and the capital accumulation of us non-financial firms. *Cambridge journal of economics*, 43(5):1183–1218.
- Bair, J. (2005). Global capitalism and commodity chains: looking back, going forward. *Competition & Change*, 9(2):153–180.

- Bonizzi, B. (2013). Financialization in developing and emerging countries: a survey. *International journal of political economy*, 42(4):83–107.
- Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., and Powell, J. (2019). Subordinate financialization in emerging capitalist economies (greenwich papers in political economy 23044). *Greenwich: University of Greenwich, Greenwich Political Economy Research Centre*.
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edwar Elgar.
- Farhi, M. and Borghi, R. A. Z. (2009). Operations with financial derivatives of corporations from emerging economies. *Estudos Avançados*, 23:169–188.
- Fernández, V. R. and Trevignani, M. F. (2015). Cadenas globales de valor y desarrollo: perspectivas críticas desde el sur global. *Dados*, 58:499–536.

- García Zanotti, G. D. (2020). Trayectorias divergentes en la financiarización de las grandes empresas extranjeras no financieras de argentina y brasil durante el nuevo milenio (2000-2017).
- Gereffi, G. and Fernandez-Stark, K. (2011). Global value chain analysis: a primer. center on globalization. *Governance and Competitiveness*.
- Hopkins, T. K. and Wallerstein, I. (1977). Patterns of development of the modern world-system. *Review (Fernand Braudel Center)*, pages 111–145.
- Juncos, I. (2021). La dimensión internacional de la financiarización subordinada: El caso argentino. *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, (22):47–72.

- Júnior, J. L. R. (2013). Hedging, selective hedging, or speculation? evidence of the use of derivatives by brazilian firms during the financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(5):415–433.
- Kaltenbrunner, A. and Paineira, J. P. (2018). Financierización en américa latina: implicancias de la integración financiera subordinada. *Estudios sobre financierización en América Latina*, pages 33–61.
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the american economy. *Socio-economic review*, 3(2):173–208.
- Lapavitsas, C. (2014). *Profiting without producing: How finance exploits us all*. Verso Books.
- Milberg, W. (2008). Shifting sources and uses of profits: sustaining us financialization with global value chains. *Economy and society*, 37(3):420–451.

- Morgan, G. (2014). Financialization and the multinational corporation. *Transfer: European Review of Labour and Research*, 20(2):183–197.
- Powell, J. (2013). *Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations*. PhD thesis, SOAS, University of London.
- Rabinovich, J. (2019a). The financialization of the non-financial corporation. a critique to the financial turn of accumulation hypothesis. *Metroeconomica*, 70(4):738–775.
- Rabinovich, J. (2019b). 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. and Artica, R. P. (2020a). Cash holdings and the financialisation of latin american nonfinancial corporations. *Available at SSRN 3535445*.
- Rabinovich, J. and Artica, R. P. (2020b). El aumento de los activos financieros en firmas de américa latina.¿ un caso de financiarización? *Realidad económica*, 49(333):113–a.
- Santarcángelo, J. E. and Perrone, G. (2015). Desafíos y oportunidades del desarrollo de la electrónica de consumo en los países en desarrollo: lecciones del caso argentino (2003-2014).
- Santarcangelo, J. E. and Strada Rodríguez, J. (2014). Transformaciones en la industria siderúrgica durante la postconvertibilidad.
- Schorr, M. and Wainer, A. G. (2020). Financiarización y dinámica inversora de las grandes empresas en la argentina durante el ciclo de gobiernos kirchneristas.

- Schteingart, D., Santarcángelo, J. E., and 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.
- Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-economic review*, 12(1):99–129.
- Zanotti, G. G., Schorr, M., and Cassini, L. (2021). Nuevo ciclo neoliberal y desindustrialización en la argentina:: el gobierno de cambiamos (2015-2019). *Cuadernos de Economía Crítica*, 7(13):65–96.
- Zeidan, R. and Rodrigues, B. (2013). The failure of risk management for nonfinancial companies in the context of the financial crisis: lessons from aracruz cellulose and hedging with derivatives. *Applied Financial Economics*, 23(3):241–250.

¡Muchas gracias!