

## II JORNADAS DE **ECONOMÍA POLÍTICA**

10 y 11 de noviembre de 2008 - Campus UNGS

### **La financiarización en la Argentina 1990-2007: un estudio de caso**

Alan Cibils y Cecilia Allami

INSTITUTO DE INDUSTRIA  
UNIVERSIDAD NACIONAL DE GENERAL SARMIENTO

[jornadaecopol@ungs.edu.ar](mailto:jornadaecopol@ungs.edu.ar) / [www.ungs.edu.ar/ecopol](http://www.ungs.edu.ar/ecopol)  
(54 11) 4469-7552 o 4469-7500 int. 7160

## **La financiarización en la Argentina 1990-2007:**

### **Un estudio de caso**

Por Alan Cibils y Cecilia Allami<sup>1</sup>

**(Última revisión: 6 de noviembre de 2008)**

#### **Resumen**

El fenómeno de la financiarización ha sido objeto de atención por parte de economistas críticos del ámbito académico en años recientes. Sin embargo, no existe una definición única del término, ni una metodología única para establecer el grado de financiarización en economías desarrolladas y subdesarrolladas. Las diversas metodologías difieren principalmente en la unidad de análisis: mientras que algunos estudios se focalizan en los balances de las empresas, estudiando la cartera de inversiones de las mismas y el peso de la inversión financiera en la cartera total de inversión de la empresa, otros se centran en datos macroeconómicos, intentando verificar el peso del sector financiero en la economía de un país. Este trabajo sigue esta última metodología con el objetivo de investigar el proceso de financiarización de la economía argentina desde 1990 hasta la actualidad. Siguiendo esta línea de investigación, encontramos evidencia que sustenta la hipótesis de financiarización en la Argentina, aunque con especificidades propias que la distinguen de otros casos.

---

<sup>1</sup> Investigadores docentes de la Universidad Nacional de General Sarmiento, Instituto de Industria, Área de Economía Política. Trabajo elaborado para las II Jornadas de Economía Política, 10-11 de noviembre de 2008, Los Polvorines, Buenos Aires.

## 1. Introducción

A principios de la década de 1970, cuando el cambio en la política cambiaria de los EE.UU. decreta el fin del sistema de Bretton Woods, se produce un marcado cambio ideológico y teórico en círculos académicos y de política económica. La crisis de las políticas keynesianas que habían prevalecido desde el fin de segunda guerra mundial, la llegada al poder de gobiernos conservadores en los EE.UU. y Gran Bretaña y la creciente difusión y aceptación económica del monetarismo, resultaron en un cambio radical en las políticas macroeconómicas y financieras nacionales e internacionales. Como consecuencia, se desmanteló el sistema de protecciones, restricciones e intervención estatal en los mercados de bienes y financieros locales e internacionales. Basándose en los preceptos de la teoría neoclásica, se buscó liberar a los mercados de la “represión financiera”, desregulándose la actividad financiera local e internacional. Los organismos financieros internacionales, creados para promover el buen funcionamiento del sistema de Bretton Woods, fueron reconvertidos en organismos promotores de la nueva ideología.

Estos cambios teóricos y políticos provocaron profundos cambios en las economías de los países centrales y periféricos que las aplicaron, como también en la economía internacional, resultando en un aumento significativo de las transacciones comerciales entre países y un aumento aún mayor de las transacciones financieras internacionales. En general, los resultados de estos cambios se pueden caracterizar por una fuerte expansión del neoliberalismo, globalización y financiarización<sup>2</sup> (Epstein 2005).

Argentina no fue ajena a estas transformaciones. La economía real y el sistema financiero se vieron reformados radicalmente por las políticas económicas impulsadas por el Proceso de Reorganización Nacional a partir de 1976<sup>3</sup>. Dicho proceso de transformación, según la teoría en que se basaba, debía llevar a una mayor eficiencia en la asignación de los recursos, promoviendo el ahorro y canalizándolo hacia los sectores productivos. Esto generaría un “círculo virtuoso” de ahorro, inversión, crecimiento, empleo y desarrollo económico.

Si bien dicho círculo virtuoso no se materializó, las reformas económicas, con algunas modificaciones, se mantuvieron y profundizaron por dos décadas y media hasta la crisis del 2001-2002. Con la llegada de Néstor Kirchner al poder en 2003, y con un discurso en materia de política

---

<sup>2</sup> El término financiarización no tiene una única definición pero se utiliza generalmente para describir el proceso mediante el cual el sistema financiero pasa a tener una mayor preponderancia en la economía en general. En el apartado siguiente presentamos los distintos usos del término en la literatura y nuestra propia definición.

<sup>3</sup> La reforma del sistema financiero se basó en la ley N° 21.526, conocida como Ley de Entidades Financieras. El impacto de la ley fue profundo y duradero, tal como se relata en Cibils y Allami (2008).

económica marcadamente distinto al de sus precursores, se generaron expectativas de un cambio de modelo económico y financiero. De hecho, las políticas cambiaria y monetaria son claramente divergentes de la propuesta ortodoxa<sup>4</sup>.

En este trabajo nos proponemos investigar el proceso de financiarización en la Argentina desde 1990 hasta la actualidad. Por un lado indagaremos, siguiendo el trabajo de Palley (2007), hasta que punto la financiarización describe lo ocurrido en la Argentina desde la introducción del paquete de políticas neoliberales. En segundo lugar, investigaremos si ha habido algún cambio importante en el comportamiento de las variables examinadas desde la crisis hasta la actualidad.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. En el siguiente apartado se presentan las definiciones y debates en torno al concepto de financiarización. A continuación se reseñan las principales conclusiones de los trabajos de Krippner (2005) y Palley (2007) para la economía de los EEUU. Luego de esto, se evalúa si para el caso argentino es posible hablar de un proceso de financiarización, y, en caso afirmativo, analizar su profundidad y extensión en el tiempo. El trabajo concluye con algunas conclusiones y comentarios finales.

## 2. La financiarización: Conceptos y debates

A partir de las transformaciones anteriormente mencionadas, ha surgido una extensa literatura económica sobre neoliberalismo, globalización y transformaciones en las economías nacionales y en la economía internacional. Asimismo, es extensa la literatura sobre la liberalización financiera y sus efectos, y han surgido diversas evaluaciones teóricas y empíricas críticas sobre las predicciones de los promotores de la apertura financiera<sup>5</sup>. Por su parte, la literatura sobre la financiarización es relativamente reciente aunque diversa. De hecho, no existe en la literatura sobre el tema un consenso acerca del significado del término “financiarización” (*financialization*) y los diversos trabajos existentes sobre el tema reflejan esta diversidad. Krippner (2005:178) provee una caracterización de las cuatro definiciones de financiarización más comúnmente utilizadas en una reseña de los distintos usos del término. Primero, el concepto de financiarización es utilizado para referirse al proceso por medio del cual los intereses de los accionistas pasan a formar parte

---

4 La política monetaria de metas cuantitativas conjuntamente con la política cambiaria de flotación sucia fueron implementadas por el ex presidente Duhalde y su ministro de economía, Roberto Lavagna, en abril de 2002. La propuesta ortodoxa consiste en una política monetaria de metas de inflación y una flotación libre de la moneda. Para una evaluación crítica de la propuesta ortodoxa véase Cibils y Lo Vuolo (2004).

<sup>5</sup> Véase Cibils y Allami (2008) y los textos allí citados para una reseña de la literatura crítica de la liberalización financiera.

preponderante de las decisiones de gerentes y ejecutivos de las grandes empresas industriales. Segundo, algunos autores recurren al término para describir la pérdida de protagonismo de las instituciones financieras bancarias tradicionales a medida que éstas van siendo reemplazadas por los mercados financieros actuales con gran diversidad de activos financieros y volúmenes de transacciones sin precedentes. Tercero, financiarización se utiliza para describir el poder político y económico que ha ido adquiriendo la clase rentista financiera. Por último, algunos autores emplean el concepto para referirse a la proliferación de instrumentos financieros, al aumento de las transacciones en los mercados financieros y a la importancia relativa que éstos han adquirido. Krippner se diferencia de estos autores considerando a la financiarización como el patrón de acumulación en el cual la renta se genera principalmente a través de canales financieros, y no por medio de la producción de bienes.

Existe un conjunto de autores que utilizan una sexta definición más amplia y que incluye elementos de las definiciones identificadas por Krippner (Epstein 2002 y 2005, Palley 2007 y Kotz 2008). Según esta definición, la financiarización significa “el papel creciente jugado por motivaciones financieras, mercados financieros, agentes financieros e instituciones financieras en el funcionamiento de la economía nacional e internacional” (Epstein 2005:3)<sup>6</sup>.

Independientemente de la definición de financiarización que uno considere, no cabe duda de la importancia que ha adquirido el sector financiero en décadas recientes. Por ejemplo, según el *Bank for International Settlements* (BIS), en 2007 se generaron diariamente transacciones en divisas por un monto de 3,2 billones de dólares. En 2004 se produjeron en promedio transacciones por 1,9 billones de dólares diarios, mientras que en 1989 la cifra fue 570 mil millones<sup>7</sup>. Otro dato relevante e ilustrativo lo proveen Baker y otros (1998:10): el monto de los fondos obtenidos por colocaciones en los mercados financieros internacionales pasó de representar 0,5% de las exportaciones mundiales en 1950 a 20% en 1996.

Los ejemplos presentados están en consonancia con la evidencia empírica presentada en la literatura<sup>8</sup> y señalan que las transformaciones estructurales ocurridas a partir de mediados de los 1970s han resultado en un incremento notable y sostenido del volumen de transacciones financieras, tasas de interés reales, renta del sector financiero, y participación de la renta financiera en el ingreso total nacional. Este proceso estaría indicando la existencia de un proceso de financiarización de la

---

<sup>6</sup> Esta misma definición es la utilizada por Palley (2007).

<sup>7</sup> Ver datos en <http://www.bis.org/publ/rpfx07t.htm> e informes anteriores..

<sup>8</sup> Véase, por ejemplo, Palley (2007), Krippner (2005) y los trabajos contenidos en Epstein (2005).

economía mundial.

Economistas críticos señalan que la financiarización, conjuntamente con la amplia implementación de las políticas neoliberales, han contribuido a las siguientes transformaciones: una política monetaria orientada casi exclusivamente a la estabilidad de precios, un incremento significativo en el volumen de flujos financieros internacionales, una expansión del crédito a los hogares para el consumo, una reorientación de los objetivos de las grandes corporaciones hacia los intereses de los accionistas, y una mayor influencia en la economía global y nacional de instituciones financieras e inversores institucionales (Skott y Ryoo 2007). Estas transformaciones, a su vez, tienen consecuencias macroeconómicas: algunos economistas críticos han señalado que se debilitan las corporaciones no financieras acotando el proceso de acumulación<sup>9</sup>, mientras que otros han destacado que la financiarización produce inestabilidad, lo cual debilita tanto al crecimiento como al empleo (Duménil y Lévy 2001) y transforma la relación entre el sector financiero y el resto de la economía (Aglietta y Breton 2001).

La crisis financiera mundial actual, su génesis en los mercados financieros y su impacto sobre sectores reales, es un evento más que hace que muchos economistas críticos vean con preocupación el proceso de financiarización e intenten establecer su grado de magnitud. A partir de esta línea, han surgido propuestas de políticas económicas alternativas a las que se vienen implementando desde los 1970s.

La mayoría de los estudios sobre la financiarización son empíricos o descriptivos y tienden a estar agrupados en dos categorías. Por un lado, algunos estudios se focalizan en las actividades de las empresas, utilizando datos microeconómicos para identificar de qué manera el proceso de acumulación se ve modificado por el desvío de las inversiones de las empresas hacia el mercado financiero en lugar de a la inversión real. Entre estos estudios se encuentran el de Orhangazi (2007) para la economía de los EE.UU. y el de Demir (2007) para varios países periféricos, incluyendo a la Argentina<sup>10</sup>. Por otro lado, otros trabajos realizan el análisis a nivel macroeconómico, utilizando datos macroeconómicos, financieros y sectoriales agregados. Entre estos estudios se encuentran los de Krippner (2005) y Palley (2007).

Existen también estudios teóricos sobre la financiarización, como el de Stockhammer (2004,

---

<sup>9</sup> Véase los trabajos de Crotty (2005), Argitis (2001) y Argitis y Pitelis (2006).

<sup>10</sup> En lo que se refiere al comportamiento empresario con respecto a la inversión en el caso argentino, fue realmente precursor el trabajo de Basualdo (2006a y 2006b) sobre la valorización financiera. Los trabajos de Argitis (2001) y Argitis y Pitelis (2006) presentan modelos teóricos del impacto de la inversión financiera empresaria sobre el proceso de acumulación.

2006), Skott y Ryoo (2007), y el mencionado trabajo de Orhangazi (2007) que es teórico y empírico. Los dos últimos son modelos de mayor complejidad aunque Skott y Ryoo se enfocan en los efectos macroeconómicos de la financiarización mientras que Orhangazi estudia el impacto sobre corporaciones no financieras.

Dado que el presente trabajo se enmarca en la metodología empírica de Palley y Krippner, reseñaremos las principales conclusiones de estos trabajos antes de proceder con el análisis de los datos de la Argentina.

## ***2.1 La financiarización en la economía de los EE.UU.***

### **2.1.1 Krippner**

El trabajo de Krippner (2005) se propone presentar evidencia sistemática de la financiarización en EEUU durante el período post 1970<sup>11</sup>. Según Krippner, si bien se ha escrito mucho sobre el fenómeno de la financiarización, en general han existido pocos intentos de explorar el significado e impacto que este fenómeno ha tenido en la economía, considerada en sentido amplio. En parte, esta omisión refleja el hecho de que los datos que permitirían un análisis a nivel macroeconómico presentan una gran cantidad de dificultades metodológicas. Como resultado, inclusive aquellos análisis que se centran en comprender la existencia de un cambio estructural en este sentido, ratifican la existencia de este fenómeno sin dar cuenta del mismo en base a evidencia empírica directa.

Según Krippner, la literatura sobre financiarización ha tendido a centrarse en el estudio del comportamiento de las empresas o en las actividades al interior del sector financiero. Sin embargo, para la autora, una comprensión acabada sobre la financiarización requiere tanto una perspectiva sectorial como extra-sectorial. Para Krippner el problema principal radica en que los datos utilizados tradicionalmente para detectar cambios estructurales de largo plazo en la economía, como el empleo y la contribución sectorial al producto bruto, a veces son inadecuados para detectar dichos cambios; a este tipo de análisis Krippner lo denomina “centrado en la actividad”. En su lugar, la autora propone como alternativa un enfoque “centrado en la acumulación” en donde el énfasis principal sea sobre la variación sectorial y temporal de la generación de la renta en la economía.

---

<sup>11</sup> Recordemos que para Krippner la financiarización es el patrón de acumulación en el cual la renta se genera principalmente a través de canales financieros y no por medio de la producción de bienes.

Krippner analiza la evidencia empírica disponible para revelar el crecimiento de la financiarización en la economía norteamericana. Utilizando los datos tradicionalmente usados (centrados en la actividad) es difícil encontrar evidencia de una financiarización significativa. Sin embargo, los datos de la composición sectorial de la renta de la economía estadounidense reflejan una fuerte, creciente y sostenida financiarización.

### **2.1.2 Palley**

Palley (2007) explora la construcción del concepto de financiarización partiendo de la definición de Epstein (2002, 2005). Su trabajo se centra en el proceso de financiarización de la economía de EEUU -país en el cual este fenómeno parece estar más desarrollado- durante el período 1973-2005<sup>12</sup>.

Según Palley, la financiarización transforma el funcionamiento de la economía tanto a nivel macroeconómico como microeconómico, siendo sus principales efectos:

- a) Elevación del peso del sector financiero respecto al sector real
- b) Transferencia de ingresos desde el sector real hacia el sector financiero
- c) Contribución a la inequidad en los ingresos y al estancamiento de los salarios.

En la visión del autor, a nivel macroeconómico la financiarización generalmente se asocia con un crecimiento económico moderado, inclusive mostrando signos de desaceleración. Adicionalmente, existen indicios de un incremento en la fragilidad financiera. A nivel internacional, esa fragilidad fue evidente con las crisis financieras que afectaron a la economía global desde la década de los 90s hasta la actualidad.

Además, para Palley existen serias dudas acerca de la sustentabilidad del proceso de financiarización. Las últimas dos décadas han estado marcadas por un rápido crecimiento de los ratios deuda/ingreso de los hogares y deuda/activos de las empresas. Estos desarrollos explican tanto el crecimiento del sistema como su fragilidad, pero también son indicadores de su no sustentabilidad debido a las restricciones de la deuda. Según Palley, cuando esto sucede, la economía se hace vulnerable a prolongadas deflaciones y a las deflaciones causadas por deuda (*debt-deflation*).

Palley destaca que la financiarización ha sido una etapa asociada a una desconexión entre salarios y productividad, generando inquietudes en relación al estancamiento de los salarios y de la ampliación en la inequidad del ingreso y la riqueza

---

<sup>12</sup> Palley toma sólo datos de los años pico de los ciclos económicos.



La financiarización en los EEUU tiene varias características distintivas:

1. Incremento notable del volumen de deuda total, que entre 1973 y 2005 pasó del 140% al 328% del PBI.
2. La deuda del sector financiero creció mucho más rápidamente que la del sector no financiero, pasando de 10% al 31% del total de la deuda durante el mismo período.
3. La deuda de los hogares fue el componente de la deuda del sector no financiero que más rápidamente creció. Las hipotecas en particular crecieron del 48,7% del PIB en 1973 al 97,5% en el 2005.
4. El peso del sector financiero<sup>13</sup> en el producto bruto pasó del 15,4% al 20,4% y el empleo del sector financiero en el mismo período pasó de representar el 6,6% a 7,3% del empleo total.
5. Caída del producto bruto per cápita en todos los países industrializados, excepto Gran Bretaña.
6. Tendencia decreciente en la inversión interna bruta fija de los EEUU durante el mismo período.

La tesis de la financiarización sostiene que estas transformaciones económicas son motorizadas por los intereses del sector financiero. Según Palley, la influencia del sector financiero opera a través de tres canales:

1. **Cambios en la estructura y operación de mercados financieros.** Los mercados financieros dejaron de estar centrados en captar el exceso de ahorro con el fin de canalizarlo, a través del crédito, a la inversión productiva y al consumo. Por el contrario, los recursos fueron drenados hacia la inversión en activos financieros y a la especulación financiera.
2. **Conducta de las corporaciones.** Palley señala que la conducta de las corporaciones ha pasado a estar dominada por los mercados financieros. Así, las empresas han sido estimuladas a adoptar un “culto a las finanzas” por diversos motivos. En primer lugar, por el código fiscal (*fiscal code*), que da prioridad a la renta financiera. En segundo lugar, los gerentes han utilizado el endeudamiento como táctica para drenar fondos líquidos de las empresas. Por último, el financiamiento de la deuda incrementa el apalancamiento,

---

<sup>13</sup> En EEUU se conoce al sector financiero amplio como FIRE (*Finance, Insurance, Real Estate*: finanzas, seguros, hipotecas).

aumentando potencialmente la tasa de retorno del patrimonio. Según Palley, los mercados financieros han trabajado para alinear las conductas de las corporaciones de acuerdo a los intereses de su sector; esto ha impactado en la inversión de las empresas y en sus decisiones respecto al ciclo de negocios. Este cambio puede ser negativo para las empresas si las conductas de los mercados financieros están gobernadas por el cortoplacismo y por comportamientos de “manada”. Un indicador de los mutaciones en las conductas de las empresas es el destino del endeudamiento de las mismas: mientras que antes de 1980 financiaba gastos de inversión, a partir de ese año una porción significativa correspondería a la recompras de acciones.

3. **Política económica.** Los intereses de los sectores financieros promovieron un marco de política que favorece su agenda. Según Palley, este nuevo marco -que ha sido diseñado para revertir la caída de las tasas de retorno del capital a partir de 1970- puede ser denominado como “caja neoliberal”, cuyo efecto es “encasillar” a los trabajadores. Las características principales de este marco son:
  - a. Globalización
  - b. Estado reducido
  - c. Flexibilidad en el mercado de trabajo
  - d. Abandono del pleno empleo

### **3. La financiarización en la Argentina desde 1990s: evidencia empírica**

La economía y el sistema financiero argentino han sufrido intensas transformaciones desde la introducción del conjunto de políticas neoliberales en 1976. La reforma financiera de 1977 fue el punto de partida de una profunda transformación del sistema financiero que, en gran medida, sigue vigente (Cibils y Allami, 2008). Pero, ¿hasta qué punto podemos hablar de un proceso de financiarización en Argentina?

Para responder a esta pregunta de manera cabal hubiese sido deseable utilizar series largas, por lo menos desde mediados de los 1970s. Sin embargo, las series disponibles no tienen el grado de desagregación del sector financiero necesario para nuestros fines<sup>14</sup>. Dadas estas restricciones,

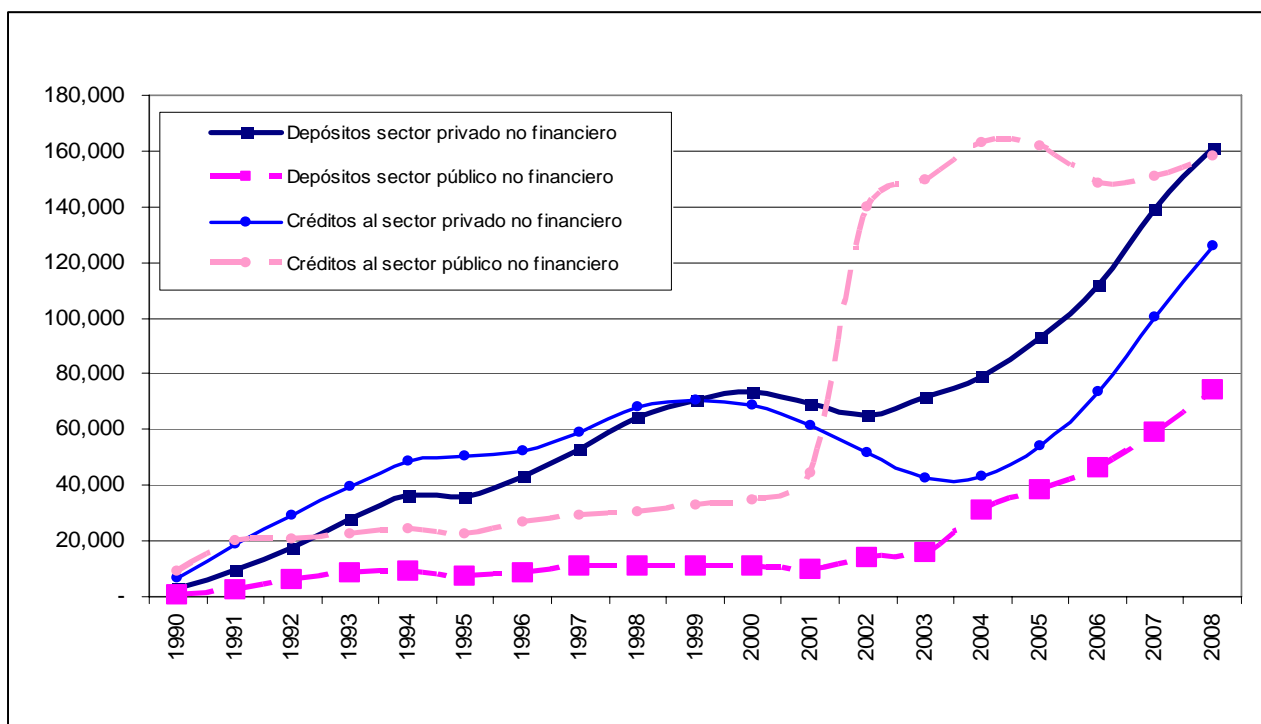
---

<sup>14</sup> Véase, por ejemplo, Ferreres (2005).

VERSION PRELIMINAR – NO CITAR SIN PERMISO DE LOS AUTORES

decidimos limitar nuestro estudio a los 1990s, ya que desde comienzos de esa década la disponibilidad de datos del sistema financiero mejora considerablemente. Adicionalmente, la década de los 1990s fue un período de profundización marcada de las reformas financiera y de estabilidad macroeconómica relativa, dando indicios claros de la transformación de la economía argentina. Cabe destacar que tampoco se disponen de datos de renta agregada ni de su composición sectorial.

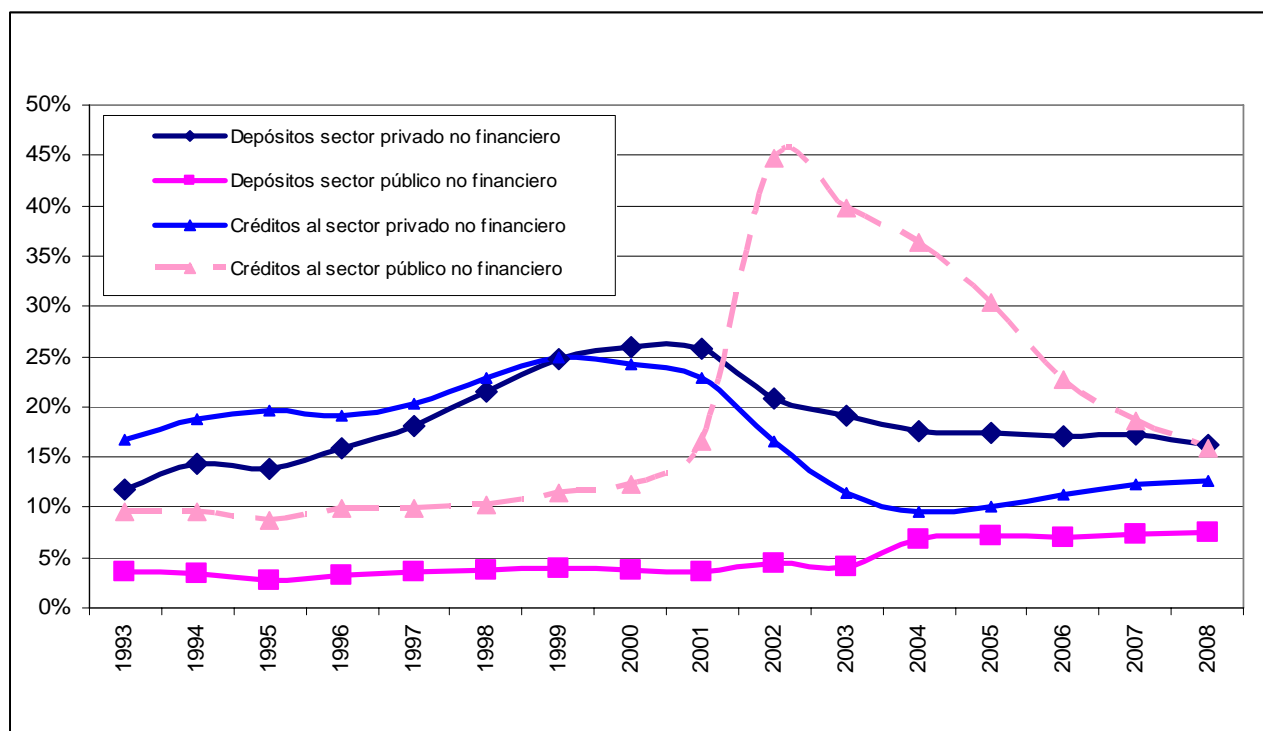
**Gráfico N° 1: Depósitos y créditos al sector privado y público no financiero (en millones de pesos)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

La actividad del sector financiero argentino, en términos nominales, puede verse en el gráfico N° 1. Del gráfico se desprende que, excepto durante la crisis de 2001-2002, los depósitos del sector privado no financiero en el sistema financiero aumentan sostenidamente en términos nominales. Los depósitos del sector público en el sistema financiero exhiben un marcado cambio de tendencia luego de la crisis y la cesación de pagos, debido al superávit fiscal primario que desde 2002 ha mantenido el Estado argentino. Siempre en términos nominales, el crédito al sector privado crece durante los 90s, y luego de una fuerte caída durante la crisis, se recompone a partir de 2003. El crédito al sector público crece más lentamente durante los 90s, pero durante la crisis y posteriormente a ella exhibe un fuerte incremento. Esto se debe, por lo menos en parte, a los efectos de las restricciones sobre los depósitos conocidas como el “corralón”, en el cual el Estado canjeó depósitos del sector privado en el sistema financiero por bonos de diversa duración.

**Gráfico N° 2: Depósitos y créditos al sector privado y público no financiero (en %PIB)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

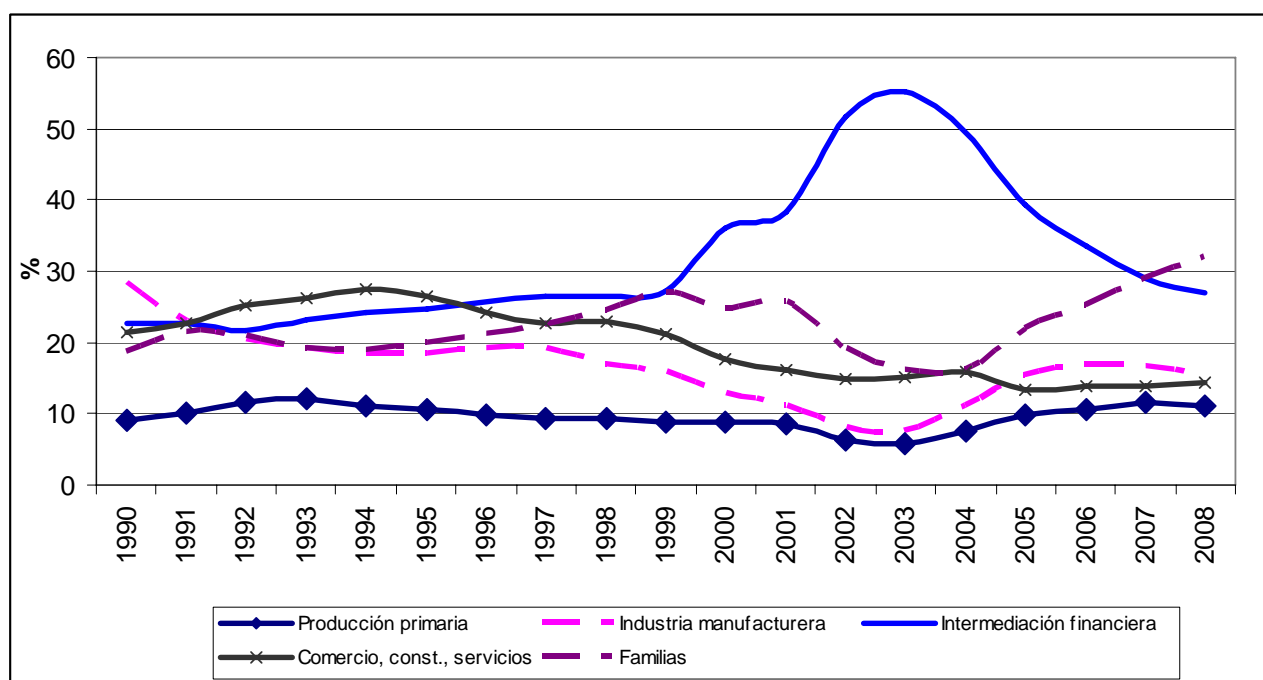
En el gráfico N° 2 se presentan los mismos datos que en gráfico N° 1 como porcentaje del producto bruto interno. Si bien en general el comportamiento de créditos y depósitos parecería seguir tendencias similares a las del gráfico N° 1, hay diferencias importantes. Primero, los créditos al sector privado como porcentaje del producto se recuperan pero mucho más tenuemente, llegando a la mitad de su valor pre-crisis. Segundo, los depósitos del sector privado no financiero moderan la pendiente de su declive, pero la tendencia sigue siendo decreciente. Tercero, el crédito al sector público como porcentaje del producto exhibe una marcada caída a medida que los bonos producto del “corralón” fueron venciendo.

Quizás el dato más destacado de los gráficos N° 1 y N° 2 es la participación del sector público en el sistema financiero. En este sentido, hay una marcada diferencia en el caso argentino comparado con la economía norteamericana -reflejada en los trabajos de Palley y Krippner-, ya que el Estado habría sido un factor fundamental en la financiarización de la economía.

Resulta relevante analizar la actividad crediticia de los bancos, para ver hasta qué punto los

aumentos en términos nominales son un efecto de financiarización o simplemente un reflejo del aumento de la actividad económica. Los gráficos N° 3 y N° 4 presentan datos de financiaciones por rama de actividad, como porcentaje del total de financiación del sistema financiero.

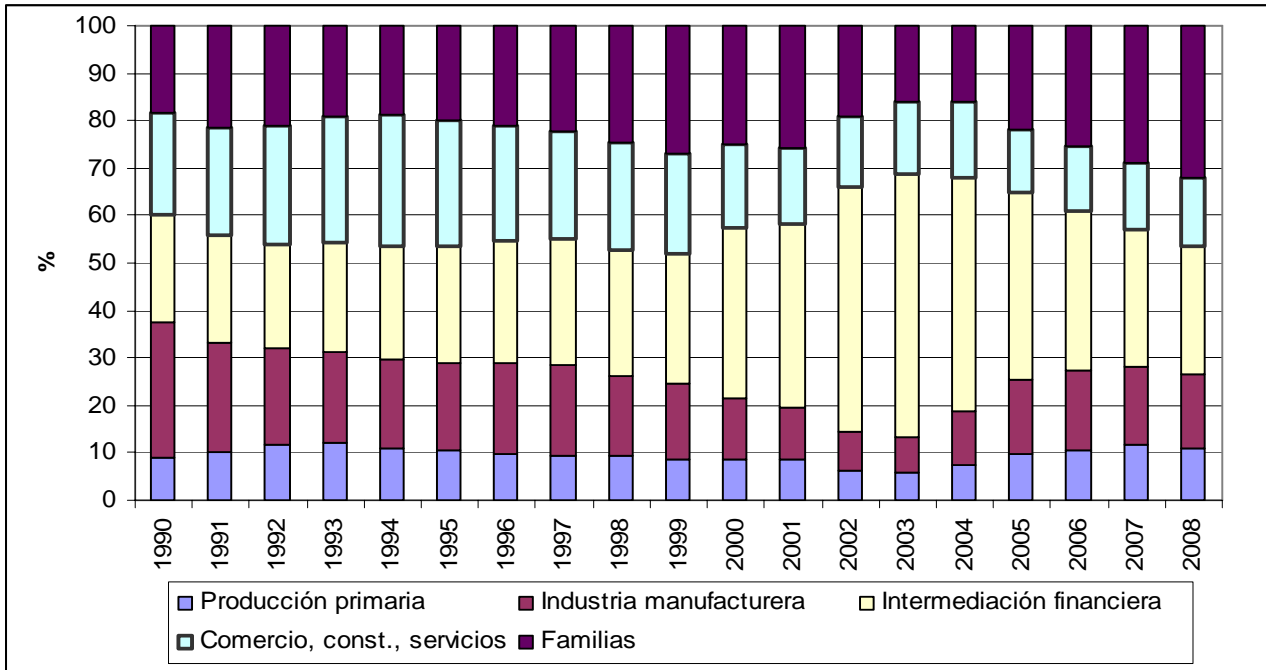
**Gráfico N° 3: Financiación por tipo de actividad (en % total financiación)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

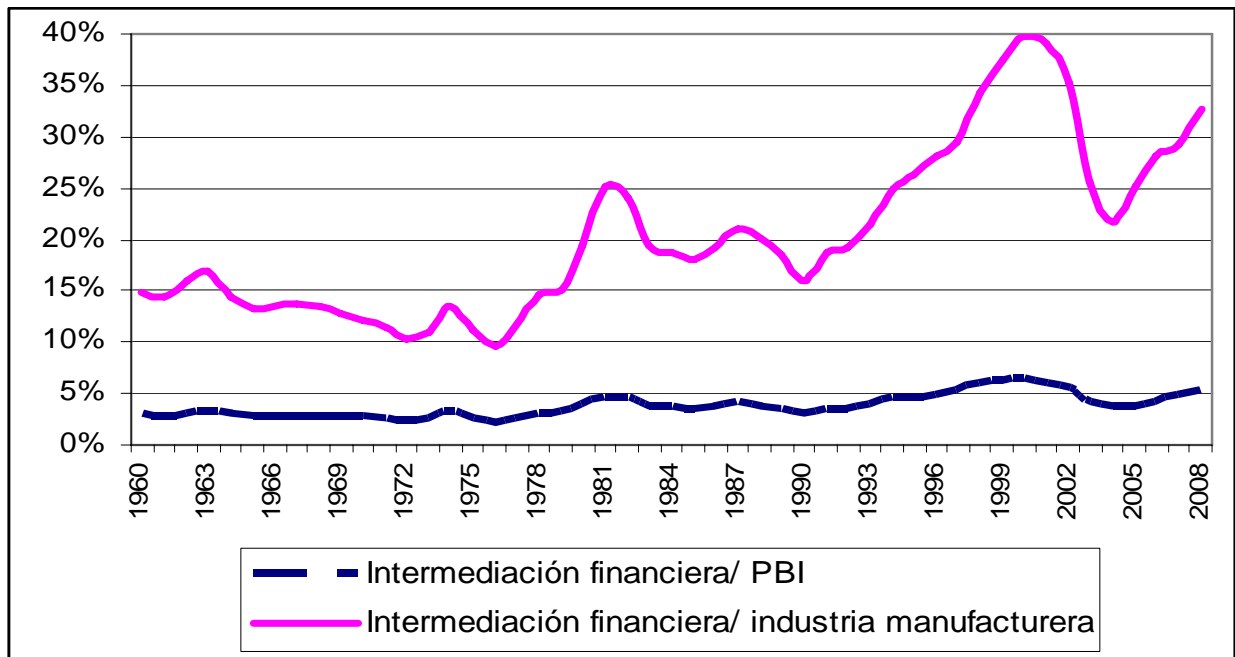
Hay varios aspectos que sobresalen en los gráficos. En primer lugar, se produce un aumento sostenido de la actividad interbancaria, con un fuerte salto en los años 2002-2003. En segundo lugar, se observa un aumento sostenido de la financiación a las familias (principalmente consumo) durante los noventa, que se recupera aún más vigorosamente después de la crisis. Tercero, el financiamiento a la producción primaria y a la producción manufacturera declina durante esa década, llegando a su punto más bajo durante la crisis de 2001-2002. Posteriormente, luego de una breve recuperación entre 2003-2006, la financiación a la producción vuelve a perder participación.

**Gráfico N° 4: Financiación por tipo de actividad (en % total financiación)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

**Gráfico N° 5: Intermediación financiera como % del PBI**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ferreres (2005) y Ministerio de Economía.

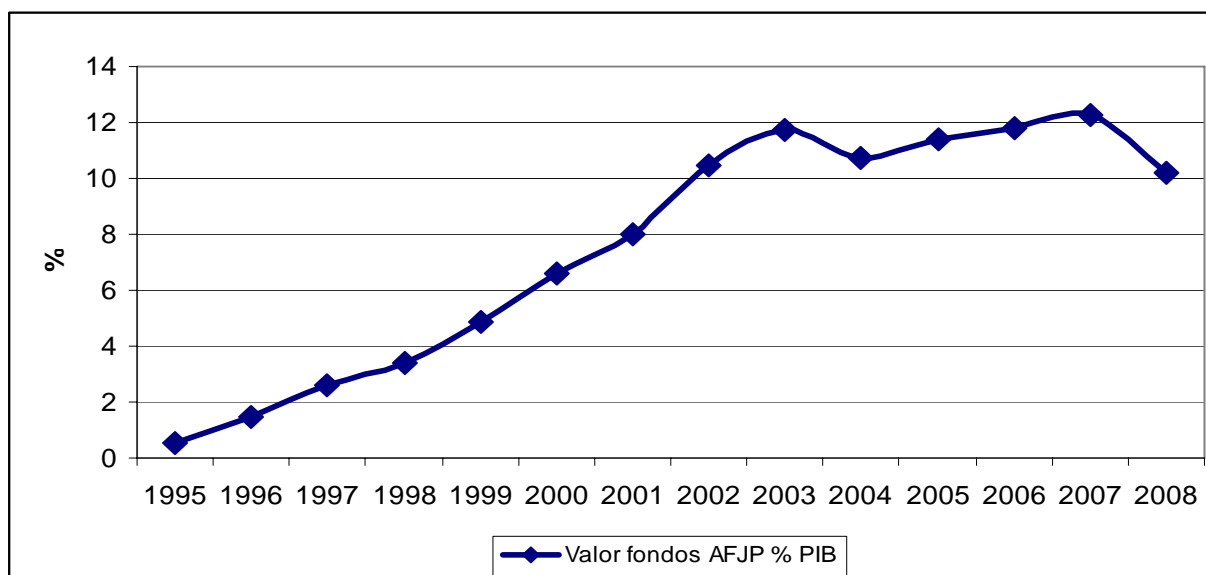
Otro indicador relevante a los fines del análisis es la contribución del sector financiero al producto bruto interno. En el gráfico N° 5 se presenta la razón entre la contribución de la intermediación financiera al PBI y la contribución de la industria manufacturera por un lado, y por el otro la contribución de la intermediación financiera al PBI. Desde comienzos de los 1990s se percibe un fuerte incremento de la contribución de la intermediación financiera al producto bruto relativo a la contribución de la industria manufacturera, relación que ya venía creciendo de manera importante desde mediados de los 1970s. Dicha contribución cayó durante entre 2001-2003, momento a partir del cual la ratio retoma su pendiente positiva. La contribución de la intermediación financiera al producto bruto refleja un comportamiento paralelo, pero con pendientes significativamente menores.

En base a los datos presentados hasta aquí, podemos concluir que, efectivamente, ha habido en la Argentina un proceso de financiarización durante la década de los 1990s. En base al análisis de algunos de los indicadores presentados, parecería que el proceso de financiarización ha retomado su vigor luego de la crisis, aunque con divergencias no triviales respecto al período anterior.

En la Argentina de los 1990s hubo un factor adicional al proceso de financiarización verificado en los párrafos precedentes. Dicho aditivo fue una fuerte contribución del Estado nacional a dicho proceso a través de la privatización del sistema previsional y de la emisión de deuda.



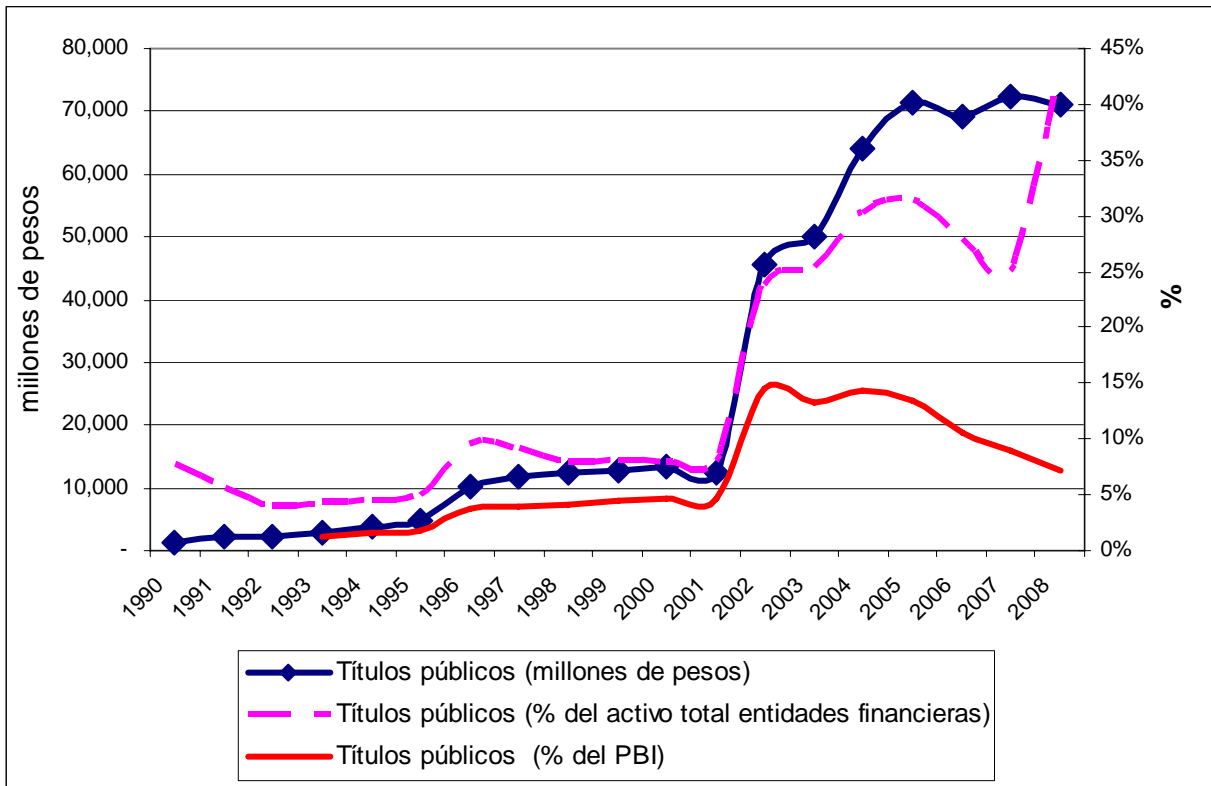
**Gráfico N° 6: Valor de los fondos de las AFJP como % PIB**



Fuente: elaboración propia en base a datos de la SAFJP.

La privatización del sistema previsional y la creación de las AFJP transfirieron al sector financiero un monto significativo de fondos que anteriormente eran administrados por el sistema previsional estatal. El gráfico N° 6 presenta el crecimiento notable del valor de los fondos de las AFJP como porcentaje del PBI. En este sentido, el proceso de financiarización argentino es distinto del proceso en los países industrializados analizados por trabajos como los de Palley (2007) y Orhangazi (2007) ya que en la Argentina el estado jugó un papel mucho más activo en el proceso de financiarización.

**Gráfico N° 7: Títulos públicos en cartera de instituciones financieras**

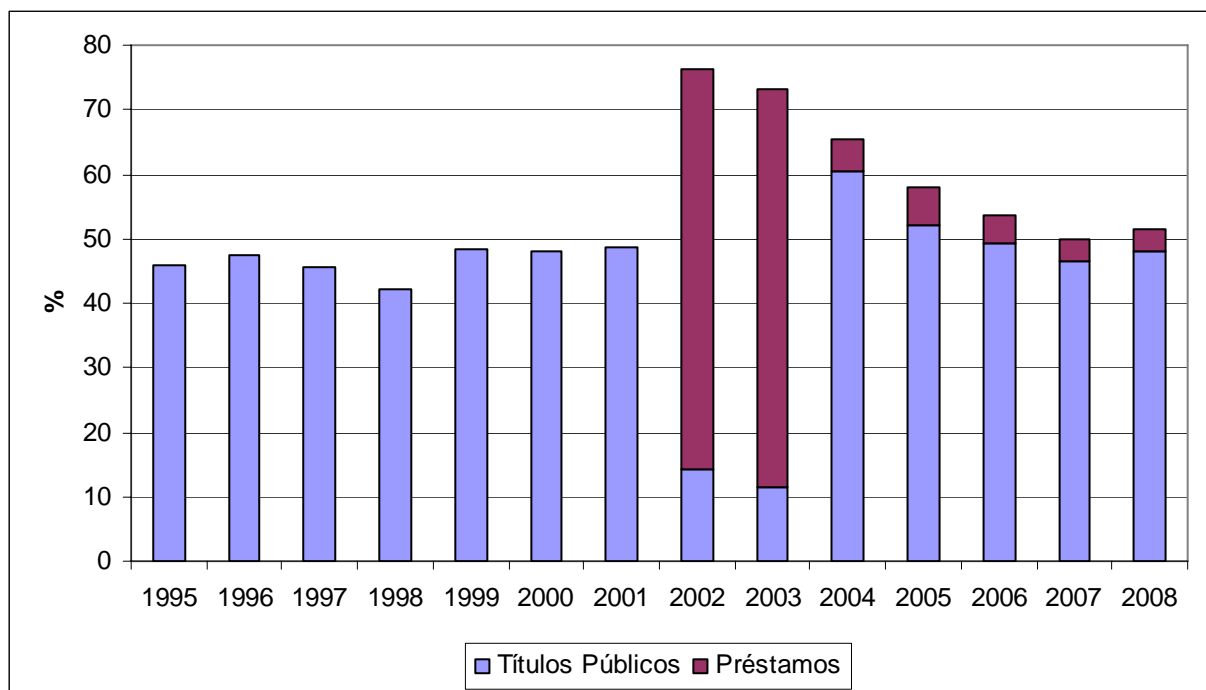


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

La participación estatal no se limitó a privatizar el sistema previsional. Dicha privatización generó un bache fiscal considerable que se cubrió con emisiones de deuda<sup>15</sup>. Los bonos de esta deuda resultaron ser opciones de inversión atractivas para las instituciones financieras y pasaron a formar parte de las carteras de activos del sistema financiero y las AFJP (gráficos N° 7 y N° 8). De esta manera, el accionar del Estado contribuyó considerablemente la participación estatal en la financiarización de la economía.

<sup>15</sup> Véase Cibils y otros (2002), y Cibils y Lo Vuolo (2007).

**Gráfico N° 8: Títulos públicos y préstamos al sector público en cartera de las AFJP**



Fuente: elaboración propia en base a datos de la SAFJP.

Si bien este proceso se acentúa notablemente a partir de la crisis, el *default* y la reestructuración de la deuda, existe la posibilidad de que, a partir del actual debate sobre la estatización total y definitiva de los fondos de pensión privados, se cierre definitivamente este aspecto de la financiarización en la Argentina.

## 4. Conclusión

La financiarización es un proceso que resulta de la implementación de políticas neoliberales y que se ha verificado tanto en los países industrializados como en los periféricos. En este trabajo nos propusimos investigar, en base a los datos disponibles, si en el caso argentino también se ha generado un proceso de financiarización.

Siguiendo la definición de Epstein (2002, 2005) y la metodología de Palley (2007),

encontramos evidencia que ratifica que en Argentina ha habido un marcado proceso de financierización desde 1990. En primer lugar, si bien la actividad bancaria tradicional (tomar depósitos y dar créditos) aumenta en términos nominales bajo el período en estudio, como porcentaje del producto crece hasta la crisis de 2001-2002, pero su recuperación posterior no alcanza los niveles de los 1990s.

En segundo lugar, y a pesar de lo establecido en el punto anterior, se verifica un fuerte aumento de la intermediación financiera como destino de las financiaciones bancarias. Adicionalmente se observa un aumento de las financiaciones a los hogares paralelamente a un declive sostenido a las financiaciones a la producción primaria y manufacturera.

Tercero, se verifica un fuerte crecimiento de la contribución de la intermediación financiera al producto bruto relativo a la contribución de los sectores productores de bienes. Adicionalmente, se observa un crecimiento sostenido de la contribución de la intermediación financiera al producto bruto.

Por último, la privatización del sistema previsional proveyó al proceso de financierización argentino un condimento particular, al transferir al sector financiero una suma cuantiosa de fondos que antes administraba el Estado. Esto a su vez alimentó la espiral de endeudamiento, proveyendo opciones de inversión a entidades financieras y empresas que se consideraban más rentables y seguras que la inversión productiva.

En base a lo presentado, concluimos que en Argentina se ha producido un proceso de financierización significativa durante la década de los 1990s. Algunos aspectos de dicho proceso perduran hasta la fecha, otros se han moderado o han desaparecido. La evolución futura es aún incierta, especialmente en el actual contexto mundial marcado por una fuerte crisis financiera cuyo final permanece aún muy abierto.

## Bibliografía

**Aglietta, Michel y Breton, Régis (2001).** “Financial systems, corporate control and capital accumulation”. *Economy and Society*, vol.30 nro.4.

**Argitis, George (2001).** “Intra capitalist conflicts, monetary policy and income distribution”. *Review of Political Economy*, vol.14 nro.4.

**Argitis, George y Pitelis, Christos (2006).** “Global finance, income distribution and capital accumulation”. *Contributions to Political Economy*, vol.25 nro.1.

**Baker, Dean; Epstein, Gerald y Pollin, Robert (1998).** “Introduction” en Dean Baker, Robert Pollin y Gerald Epstein (compiladores), *Globalization and Progressive Economic Policy*, Cambridge: Cambridge University Press.

**Basualdo, Eduardo (2006a).** “La reestructuración de la economía argentina durante las últimas décadas de la sustitución de importaciones a la valorización financiera.” En: *Neoliberalismo y sectores dominantes: Tendencias globales y experiencias nacionales* de Basualdo, Eduardo M.; Arceo, Enrique. Buenos Aires: CLACSO.

**Basualdo, Eduardo (2006b).** *Estudios de historia económica argentina: desde mediados del Siglo XX a la actualidad*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores S.A.

**Cibils, Alan; Weisbrot, Mark y Kar, Debayani (2002).** “Argentina desde la cesación de pagos: El FMI y la depresión”. *Realidad Económica* nro. 192.

**Cibils, Alan y Lo Vuolo, Rubén (2004).** “Regimen de metas de inflación: ¿el nuevo consenso ortodoxo en política monetaria? *Centro interdisciplinario para el estudio de políticas públicas*, Documento de Trabajo N°41.

**Cibils, Alan y Lo Vuolo, Rubén (2007).** “At debt’s door: What can we learn from Argentina’s recent debt crisis and restructuring”? *Seattle Journal for Social Justice*, vol. 5, nro.2.

**Cibils, Alan y Allami, Cecilia (2008).** “El sistema financiero argentino desde la reforma de 1977 hasta la actualidad: rupturas y continuidades”. Trabajo elaborado para las XXI Jornadas de Historia Económica, 23-26 de septiembre de 2008, *Universidad Nacional de San Martín*, Caseros, Buenos Aires (versión del 22 de octubre de 2008).

**Crotty, James (2005).** “The neoliberal paradox: The impact of destructive product market

competition and ‘modern’ financial markets on non-financial corporation performance in the neoliberal era”. En Epstein, Gerald (comp.) *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK: Edward Elgar.

**Demir, Firat (2007).** “The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries”. *Review of Radical Political Economics*, vol.39, nro.3.

**Duménil, Gérard y Lévy, Dominique (2001).** “Costs and benefits of neoliberalism: A class analysis”. *Review of International Political Economy*, vol.8, nro.4.

**Epstein, Gerald (2002).** “Financialization, rentier interests, and Central Bank policy”. University of Massachusetts, Amherst: *Political Economy Research Institute*. Trabajo preparado para la conferencia sobre “Financialización y la economía mundial”, University of Massachusetts, Amherst, diciembre 7-8 de 2001.

**Epstein, Gerald, comp. (2005).** *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

**Ferreres, Orlando (2005).** *Dos siglos de economía argentina*. Buenos Aires: Fundación Norte y Sur.

**Kotz, David (2008).** “Neoliberalism and financialization”. University of Massachusetts, Amherst: *Department of Economics*. Trabajo preparado para la conferencia en honor a Jane D’Arista realizada en el Political Economy Research Institute de la misma universidad, 2—3 mayo.

**Krippner, Greta (2005).** “The financialization of the American economy”. *Socio-Economic Review*, vol.3 nro. 2.

**Orhangazi, Özgür (2007).** “Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation of the US economy 1973—2003”. University of Massachusetts, Amherst: *Political Economy Research Institute: Working Paper 149*.

**Palley, Thomas (2007).** “Financialization: What it is and why it matters”. Annandale-on-Hudson, NY: *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper No. 525.

**Skott, Peter y Ryoo, Soon (2007).** “Macroeconomic implications of financialization”. University of Massachusetts, Amherst: *Department of Economics Working Paper 2007-08*.

**Stockhammer, Engelbert (2004).** “Financialization and the slowdown of accumulation”. *Cambridge Journal of Economics*, vol.28, nro.5.

VERSION PRELIMINAR – NO CITAR SIN PERMISO DE LOS AUTORES

**Stockhammer, Engelbert (2006).** “Shareholder value-orientation and the investment-profit puzzle”. *Journal of post Keynesian Economics*, vol.28, nro.2