



Instituto de Industria

III^o JORNADAS DE ECONOMIA POLITICA

9, 10 y 11 de noviembre de 2009

Campus UNGS: Juan María Gutiérrez 1150,
Los Polvorines, Prov. de Buenos Aires

EL CURIOSO CASO DE LA FINANCIARIZACIÓN EN LA ARGENTINA DE LA POSCONVERTIBILIDAD

ALAN CIBILS
CECILIA ALLAMI

www.ungs.edu.ar/ecopol jornadaecopol@ungs.edu.ar

Tel. (5411) 4469-7552 o 4469-7500 int. 7255

El curioso caso de la financiarización en la Argentina de la posconvertibilidad

Por Alan Cibils y Cecilia Allami¹

Resumen

Con el fin del sistema de Bretton Woods y el advenimiento de las políticas económicas neoliberales, se produjeron profundas transformaciones económicas a nivel nacional e internacional. La piedra angular de estas transformaciones fue la liberalización de los mercados financieros nacionales e internacionales. Con el paso de los años, economistas críticos de este proceso han producido una extensa literatura sobre la liberalización financiera y sus efectos, y han surgido diversas evaluaciones teóricas y empíricas críticas de las predicciones de los promotores de la apertura financiera. En años recientes, se han publicado una cantidad considerable y diversa de trabajos sobre lo que se ha dado en llamar la financiarización. Sin embargo, no existe una única definición del término, pudiéndose clasificar las existentes en definiciones basadas en la actividad económica por un lado, y aquellas basadas en la acumulación por otro. En este trabajo se utiliza un enfoque basado en la acumulación y se investiga si existió un proceso de financiarización en la Argentina entre 1990 y la actualidad. Se llega a la conclusión de que existió tal proceso en el período de la posconvertibilidad. También se realiza una indagación preliminar sobre las causas potenciales detrás de dicho proceso.

¹ 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, 9, 10 y 11 de noviembre de 2009, Los Polvorines, Buenos Aires. Los autores agradecen a Economática por haber provisto, por tiempo limitado y libre de cargo, datos sobre empresas cotizantes en bolsa. Los autores también agradecen los comentarios de Sergio Arlerovich y participantes de las jornadas.

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 prevalecieron 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.

Argentina no fue ajena a estas transformaciones. La economía real y el sistema financiero sufrieron transformaciones radicales a causa de las políticas económicas impulsadas a partir de 1976². 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 económico³.

Si bien dicho círculo virtuoso no se materializó, las reformas económicas, con algunas modificaciones, se mantuvieron y profundizaron en el período posterior a la dictadura y hasta la crisis del 2001-2002. Con la llegada de Néstor Kirchner al poder en 2003, y con un discurso en materia de política económica marcadamente distinto al de sus precursores, se generaron expectativas de un cambio de modelo económico y financiero. De hecho, las políticas cambiaria y

² 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).

³ La literatura ortodoxa se basa en los escritos de Patrick (1966), McKinnon (1973), Shaw (1973), que postularon que las bajas tasas de crecimiento en países periféricos se debía a la falta de ahorro, que a su vez era producto de la intervención y regulación estatal en los mercados financieros (“represión financiera”). Una vez liberados los mercados financieros de la intervención estatal, resultarían tasas de interés reales altas que atraerían el ahorro que a su vez se canalizaría a la inversión productiva. Esta visión de la economía se basa en un supuesto que la literatura heterodoxa, en especial la poskeynesiana kaleckiana y los circulacionistas, cuestiona. Según esta literatura, el ahorro no antecede a la inversión, sino que la causalidad es exactamente la opuesta: la inversión y el crecimiento generan ahorro (Cibils y Allami 2008).

monetaria son claramente divergentes de la propuesta ortodoxa⁴.

Los 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, Epstein (2005) caracteriza a los resultados de estos cambios como una fuerte expansión geográfica de las políticas económicas neoliberales, un mayor grado de intercambio comercial y financiero entre economías nacionales (globalización) y la financiarización. Como se verá en el apartado siguiente, existen diversas definiciones del término “financiarización”, aunque en general tienden a ser complementarias. La mayoría de los autores utiliza el término financiarización para señalar el peso creciente de la actividad financiera en las economías nacionales y en el ámbito internacional.

Este trabajo investiga si existió un proceso de financiarización en la Argentina en el período comprendido entre 1990 y 2009, según las definiciones Krippner (2005) y Lapavitsas (2009a, 2009b). El trabajo se estructura de la siguiente manera. En el siguiente apartado se presentan las definiciones y debates en torno al concepto de financiarización, seguido de un resumen del trabajo de Palley (2007) sobre la economía estadounidense. Luego de esto, utilizando la definición de Krippner se evalúa si para el caso argentino es posible hablar de un proceso de financiarización—especialmente durante el período de la posconvertibilidad—y, en caso afirmativo, analizar su profundidad y extensión en el tiempo. El trabajo concluye con algunas reflexiones y observaciones preliminares.

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 financiera⁵. En años recientes, se han publicado una cantidad

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).

⁵ Véase Arestis y Sawyer (2005), Arestis y de Paula (2008), Chesnais (1999) y Cibils y Allami (2008) entre muchos otros para reseñas de la literatura crítica sobre la liberalización financiera.

considerable y diversa de trabajos sobre la financiarización⁶.

Sin embargo, 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 la literatura. Primero, el concepto de financiarización se utiliza para referirse al proceso por medio del cual los intereses de los accionistas pasan a formar parte preponderante de las decisiones de gerentes y ejecutivos de las grandes empresas industriales⁷. 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 precedentes⁸. Tercero, financiarización se utiliza para describir el poder político y económico que ha ido adquiriendo la clase rentista financiera⁹. 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.

Existe un conjunto de autores que utilizan una quinta definición más amplia y que incluye elementos de las definiciones identificadas por Krippner. 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)¹⁰.

Krippner señala que todas estas definiciones están centradas en la actividad económica, y propone como alternativa una definición centrada en la acumulación. 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.

Basándose en el trabajo de Arrighi (1994), Krippner señala que la clave para entender si

⁶ Véase, por ejemplo Chesnais (1999), Demir (2007), Epstein (2002, 2005), Kotz (2008), Krippner (2005), Lapavitsas (2009a, 2009b, 2009c), Orhangazi (2007), Palley (2007), Skott y Ryo (2007) y Stockhammer (2004), entre otros.

⁷ Ver, por ejemplo, Crotty (2002, 2005).

⁸ Véase Ertürk y Özgür (2009) y Pollin (1995) entre otros.

⁹ Por ejemplo, Epstein (2002), Demir (2007).

¹⁰ Véase también Epstein (2002), Palley (2007) y Kotz (2008).

existe o no un proceso de financiarización es analizar la evolución sectorial de la generación de ganancias en la economía. Según Krippner, enfatizando la acumulación en lugar de la actividad se observan fenómenos muy diferentes.

Independientemente de la definición de financiarización que uno considere, no cabe duda del peso 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 millones¹¹. 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 literatura¹² 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 economía mundial.

Economistas críticos señalan que la financiarización, conjuntamente con la amplia implementación de las políticas neoliberales de liberalización financiera, han contribuido a las siguientes transformaciones en las economías donde han sido aplicadas¹³:

- política monetaria orientada casi exclusivamente a la estabilidad de precios,
- incremento significativo en el volumen de flujos financieros internacionales,
- expansión del crédito para consumo a los hogares,
- reorientación de los objetivos de las grandes corporaciones hacia los intereses de corto plazo de los accionistas, y
- mayor influencia en la economía global y nacional de instituciones financieras e inversores institucionales.

¹¹ Ver datos en <http://www.bis.org/publ/rpfx07t.htm> e informes anteriores.

¹² Véase, por ejemplo, Palley (2007), Krippner (2005) y los trabajos contenidos en Epstein (2005).

¹³ Skott y Ryoo (2007).

Estas transformaciones, a su vez, han tenido profundas consecuencias macroeconómicas. Algunos economistas críticos han señalado que se debilitan las corporaciones no financieras acotando el proceso de acumulación¹⁴, mientras que otros han destacado que la financiarización produce inestabilidad, lo cual debilita tanto al crecimiento como al empleo¹⁵ y transforma la relación entre el sector financiero y el resto de la economía¹⁶.

La crisis financiera mundial actual y su profundo 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. 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, tanto a nivel macroeconómico como a nivel microeconómico, como los de Stockhammer (2004, 2006), Skott y Ryoo (2007), van Treeck (2007, 2008) y el mencionado trabajo de Orhangazi (2007). A continuación resumimos el trabajo de Palley sobre la financiarización en la economía estadounidense, partiendo de una definición de la financiarización centrada en la actividad. En el apartado siguiente, analizamos el caso argentino siguiendo la definición de Krippner.

2.1 Palley: una visión macroeconómica de la financiarización en los EE.UU.

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-

¹⁴ Véase los trabajos de Crotty (2005), Argitis (2001) y Argitis y Pitelis (2006).

¹⁵ Por ejemplo, Argitis (2003), Crotty (2002, 2005), Duménil y Lévy (2001)

¹⁶ Por ejemplo, Aglietta y Breton (2001).

2005¹⁷.

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) Aumento de 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 y, frecuentemente, un incremento en la fragilidad financiera. A nivel internacional, esa fragilidad se puso en evidencia con las recurrentes 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 estadounidenses. Estos desarrollos explican tanto el crecimiento del sistema como su fragilidad, pero también son indicadores de su falta de 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

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 financiero¹⁸ en el producto bruto pasó del 15,4% al 20,4% y el empleo

¹⁷ Palley toma sólo datos de los años pico de los ciclos económicos.

¹⁸ En EEUU se conoce al sector financiero amplio como FIRE (*Finance, Insurance, Real Estate*: finanzas, seguros,

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. El primer canal opera a través de cambios en la estructura y operación de mercados financieros, que dejan de estar centrados en la captación del exceso de ahorro con el fin de canalizarlo, a través del crédito, a la inversión productiva y al consumo. Por el contrario, los recursos captados se canalizan hacia la inversión en activos financieros y la especulación financiera.

El segundo canal de operación del sistema financiera se observa en la conducta de las corporaciones. Palley señala que la conducta de las corporaciones ha pasado a estar dominada por los mercados financieros¹⁹. 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, 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.

El tercer canal de operación del sistema financiero es a través de la 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

hipotecas).

¹⁹ Esta es también la tesis de Crotty (2002, 2005)

“encasillar” a los trabajadores. Las características principales de este marco son la globalización, la reducción de la intervención estatal, la flexibilización laboral y el abandono de políticas de 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 vigente²⁰. Pero, ¿hasta qué punto podemos hablar de un proceso de financiarización en Argentina?

Para responder a esta pregunta es necesario hacer algunas aclaraciones. En primer lugar, para responderla utilizando un marco de análisis similar al de Palley hubiese sido necesario contar con 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 fines²¹. Dadas estas restricciones, decidimos limitar nuestro estudio según la existencia de datos, generalmente desde 1990 hasta la actualidad.

Por otro lado, encontramos que el marco analítico centrado en la acumulación propuesto por Krippner es el más adecuado y el que produce resultados más interesantes y, hasta cierto punto, sorprendentes. Si bien Krippner propone un análisis basado en la acumulación, no descarta análisis centrados en la actividad. De hecho, en un proceso de financiarización hay impactos tanto en la actividad como en la acumulación. El trabajo de Demir (2007) encuentra evidencia de un proceso de financiarización en Argentina (y otros países emergentes) basándose en el análisis de los balances de empresas cotizantes en la bolsa de valores local.

Sin embargo, para la autora, una comprensión acabada de los procesos de financiarización requiere tanto una perspectiva sectorial (actividad) como extra-sectorial (acumulación). 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, son a veces inadecuados para detectar un proceso de financiarización. En efecto, esto se observa a partir del análisis de los datos de Argentina.

El cuadro 1 contiene información sobre empleo sectorial y total para la Argentina 1993-

²⁰ Para una descripción detallada, ver Cibils y Allami (2008).

²¹ Véase, por ejemplo, Ferreres (2005). Las series desagregadas del BCRA son considerablemente más cortas.

VERSION PRELIMINAR – NO CITAR SIN PERMISO DE LOS AUTORES

2007. La década de los 1990s fue el período de mayor profundización de la actividad financiera en el país, por lo que uno esperaría observar variaciones importantes de empleo. Sin embargo, se puede observar que el empleo del sector vinculado a la intermediación financiera ha permanecido prácticamente constante medido en relación al empleo al empleo total y ha crecido mínimamente con respecto al empleo en la industria manufacturera.

Cuadro 1. Empleo sectorial y total (en miles y porcentaje).

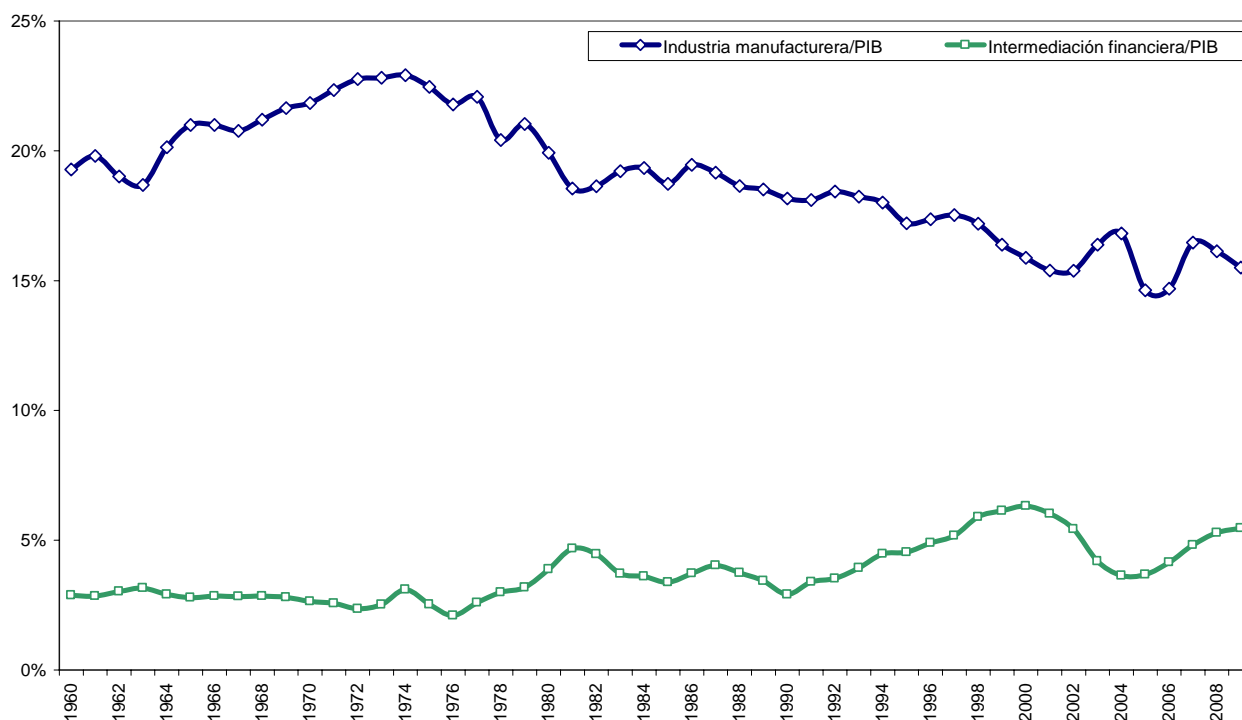
Año	Intermediación Financiera	Industria Manufacturera	Total Economía	Financiero/ Manufact.	Financiero/ Total
1993	191	2.084	13.234	9%	1,4%
1994	192	1.993	13.036	10%	1,5%
1995	196	1.821	12.654	11%	1,5%
1996	196	1.847	12.881	11%	1,5%
1997	207	1.949	13.632	11%	1,5%
1998	208	1.968	14.189	11%	1,5%
1999	200	1.883	14.324	11%	1,4%
2000	211	1.841	14.347	11%	1,5%
2001	216	1.781	14.019	12%	1,5%
2002	196	1.692	13.241	12%	1,5%
2003	191	1.857	13.909	10%	1,4%
2004	199	1.976	14.914	10%	1,3%
2005	214	2.073	15.645	10%	1,4%
2006	228	2.126	16.453	11%	1,4%
2007	253	2.204	17.047	11%	1,5%

Fuente: Ministerio de Economía.

En el gráfico 1 se puede ver la evolución de la industria manufacturera y de la intermediación financiera como porcentaje del producto interno bruto de la Argentina entre 1960 y 2008. En el mismo se observa la tendencia decreciente de la industria manufacturera a partir de mediados de los 1970s. También se observa un crecimiento moderado de la intermediación financiera a partir del mismo período.

Como se desprende de estos datos, ni la evolución del empleo ni la descomposición sectorial del PIB están indicando un fuerte proceso de financiarización. Tal como señala Krippner, y como ella misma observa en base a los datos de la economía estadounidense, los agregados macroeconómicos no siempre son los mejores indicadores de este fenómeno.

Gráfico 1. Evolución de la industria manufacturera y la intermediación financiera como porcentaje del PIB



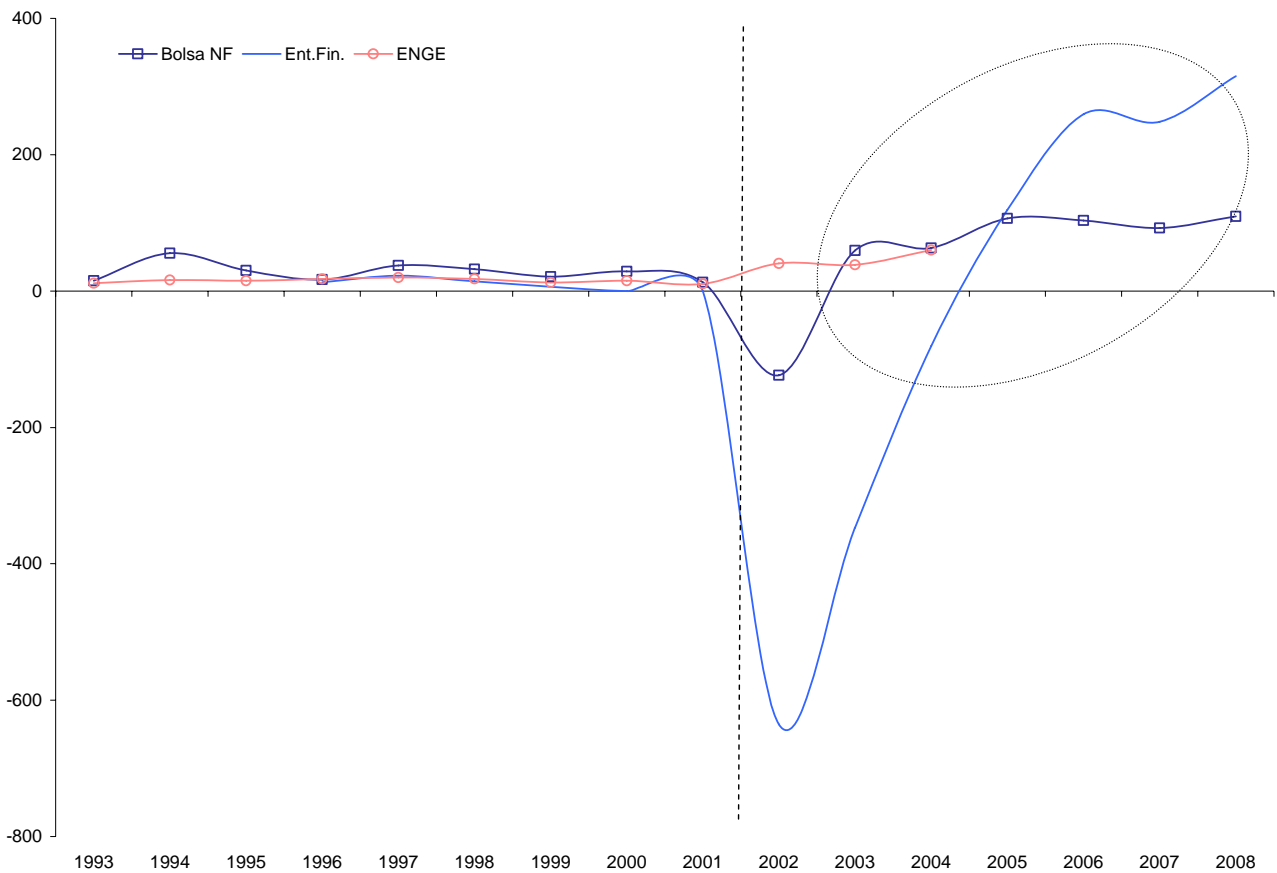
Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2005) y Ministerio de Economía.

Cambiando el enfoque de la actividad a la acumulación, tal como sugiere Krippner, se observa un fenómeno curiosamente distinto. Krippner sugiere que es fundamental analizar la variación temporal de la generación sectorial de renta en la economía. En el gráfico 2 presentamos datos sobre las ganancias para tres grupos de empresas: entidades financieras, empresas no financieras cotizantes en la Bolsa de Valores de Buenos Aires, y las empresas relevadas en la encuesta de grandes empresas del Indec²².

²² En el caso de empresas no financieras cotizantes en bolsa y la Encuesta Nacional de Grandes Empresas del Indec, se tomaron las utilidades totales, sin discriminar las utilidades provenientes de inversiones financieras. Para la ganancia del sistema financiero, se tomó el ROA anual publicado por el BCRA y se multiplicó por el stock de activos promedio para cada año. Para los tres grupos, las ganancias se dividieron por el número de entidades a diciembre de cada año. Esto se hizo porque el número de empresas cotizantes en Bolsa y entidades financieras sufrió considerable variación anual durante el período y era necesario tener valores comparables. Adicionalmente, se utilizó el mismo índice utilizado por el Indec para deflactar los valores de las ganancias de las grandes empresas para las otras dos series. Por último, es importante señalar que el número de bancos se mantuvo relativamente constante durante los últimos años del período analizado, por lo cual la evolución ascendente de la masa de ganancias no estaría explicado por un fenómeno de concentración. Asimismo, el ROA anual del sistema financiero se ha incrementado notablemente desde el año 2004

Gráfico 2. Renta promedio por entidad sector financiero y no financiero (1993-2009)

En miles de pesos



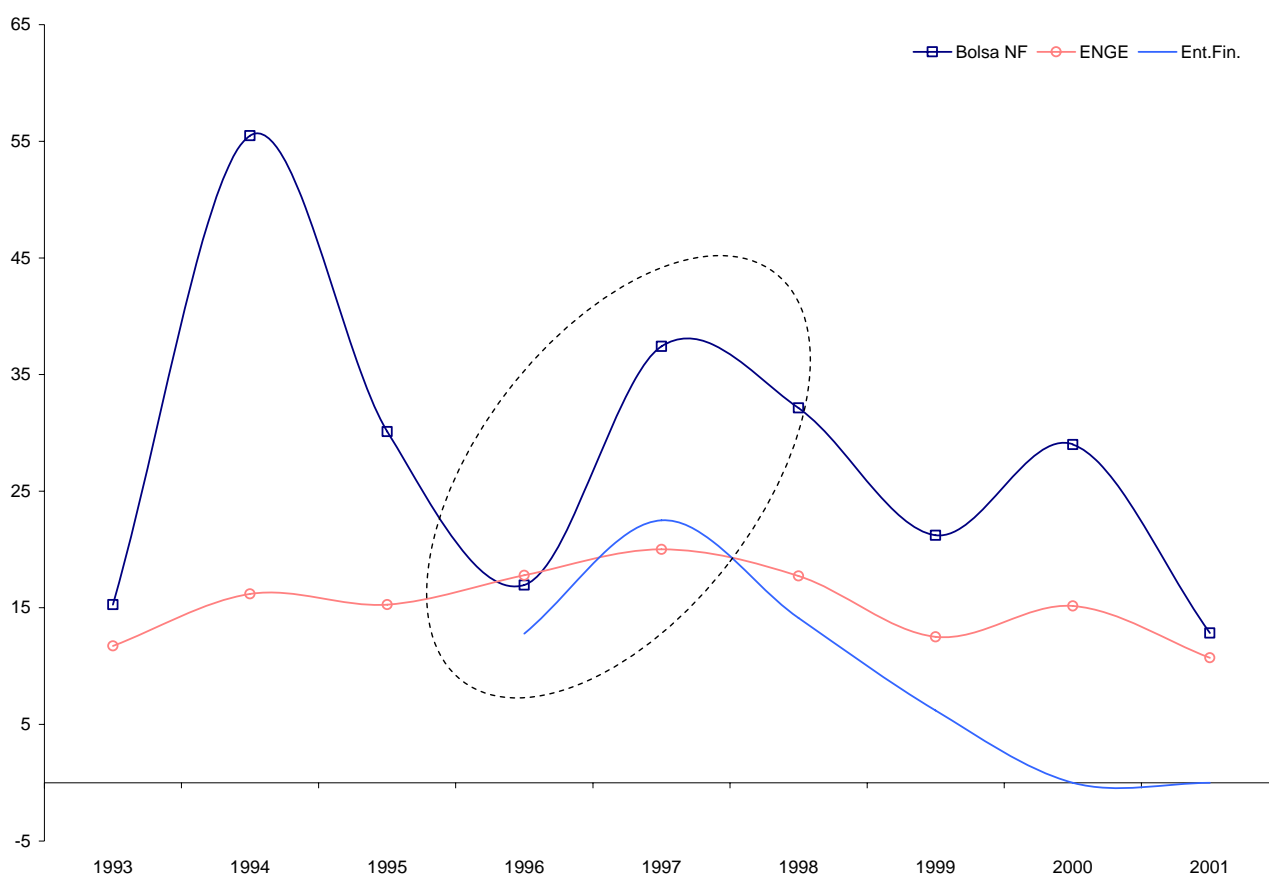
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA, INDEC, y Economática.

Desde principios de los 1990s hasta la crisis de 2001-2002 no se observa una gran diferencia en el comportamiento de las ganancias de los tres grupos. Sin embargo, a partir de la crisis se observan comportamientos divergentes. Las empresas no financieras cotizantes en bolsa experimentan pérdidas entre mediados de 2001 y fines de 2002, momento a partir del cual se recuperan, obteniendo ganancias promedio mayores en el período posterior a 2002 de las que obtuvieron durante la década de los 1990s. El comportamiento de las grandes empresas es similar, con la diferencia del período 2001-2002 donde no experimentan pérdidas. El sector financiero es el que muestra las variaciones más notables. Si bien durante los 1990s no se diferencia de manera significativa de los dos grupos restantes, durante la crisis experimenta pérdidas mucho mayores que las empresas cotizantes en Bolsa para recuperarse a partir de fines de 2003 y luego percibir ganancias que superan ampliamente a los otros grupos a partir de 2005, con una tendencia ascendente hasta el fin del período bajo estudio.

Resulta de interés examinar específicamente el período precrisis (gráfico 3) para observar comportamientos que quedan opacados en el gráfico 2 por cuestiones de escala. En este caso observamos comportamientos más diferenciados entre los tres grupos de empresas. Las ganancias de las empresas cotizantes en Bolsa reflejan una mayor sensibilidad a las sucesivas crisis financieras ocurridas en la década de los 1990s, mientras que las ganancias de las grandes empresas reflejan un comportamiento más estable.

Gráfico 3. Renta promedio por entidad sector financiero y no financiero (1993-2001)

En miles de pesos



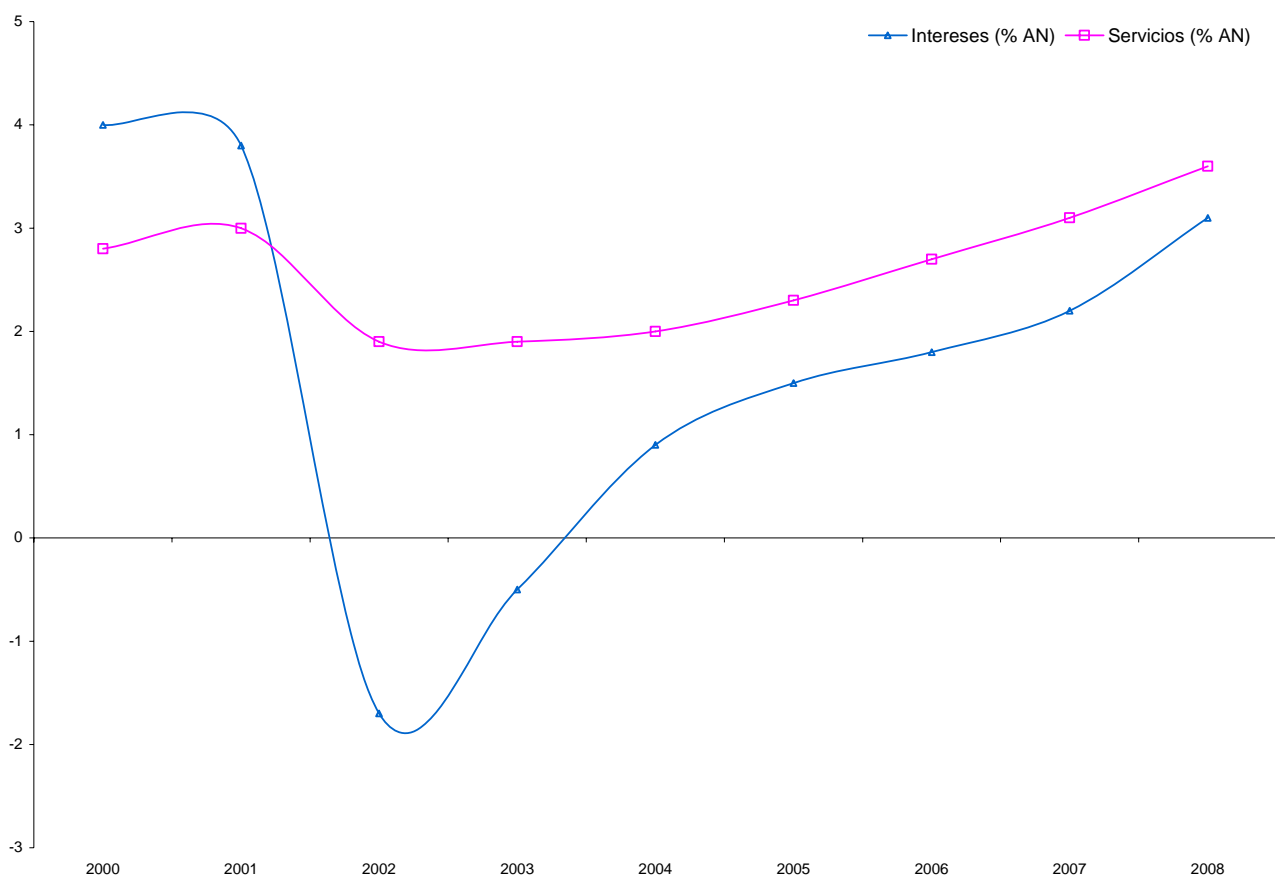
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA, INDEC, y Economática.

El comportamiento del sector financiero merece un análisis un poco más detallado. A partir del año 1996²³ se observa un fuerte crecimiento de las ganancias promedio, que superan a la de las grandes empresas, aunque no superan a las de las empresas cotizantes en bolsa en monto ni en

²³ El BCRA publica estadísticas detalladas del sector desde el año 1996, razón por la cual no contamos con datos previos.

términos relativos. Luego, a partir de la crisis asiática de 1997 comienza un declive que no cesa hasta la crisis de 2001-2002. Se podría concluir, de manera muy tentativa, que lo que se observa a mediados de la década de los 1990s es un incipiente proceso de financiarización que quedó trunco por la crisis asiática y las sucesivas. Aunque este hubiese sido el caso, está claro que dista mucho de lo ocurrido desde mediados de la década siguiente.

Gráfico 4. Resultados del sistema financiero por intereses y servicios como porcentaje del activo neteado



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Ahora bien, el comportamiento de las ganancias del sector financiero, y el proceso de financiarización observado a partir de la primera década del siglo XXI representan una curiosidad cuando se las examina a la luz de las transformaciones ocurridas, en materia de política económica y financiera, durante la convertibilidad. La apertura y desregulación financiera—iniciadas con la reforma de la Ley de Entidades Financieras—y las políticas cambiaria y monetaria de la dictadura se profundizaron en la década de los 1990s, resultando en profundas transformaciones del sistema

financiero. Sería lógico suponer, por lo tanto, que dichas transformaciones hubiesen resultado en un proceso de financiarización. Se podría especular que, de no haber sido por las sucesivas crisis financieras, dicho proceso se hubiese desarrollado a partir de mediados de los 1990s. Sin embargo, lo sorprendente es que recién se observa un profundo proceso de financiarización en la posconvertibilidad, en donde hasta la fecha han prevalecido políticas monetarias y cambiarias heterodoxas y un discurso marcadamente diferente al de la convertibilidad.

¿Cuáles son las razones detrás de este fenómeno? ¿A qué se deben las ganancias extraordinarias del sector financiero? Indagando en la actividad bancaria se pueden sacar algunas conclusiones preliminares sobre el fenómeno reciente de financiarización en la Argentina.

En el gráfico 4 se pueden observar los resultados del sistema financiero por intereses y por servicios como porcentaje del activo netado para el período 2000-2008²⁴. Se observa un comportamiento interesante en este período, ya que los resultados por servicios pasan de ser inferiores a los resultados por intereses a superarlos en todo el período de la posconvertibilidad²⁵. Dado que no poseemos datos agregados para estas variables con anterioridad a 2000, nuestras conclusiones con respecto a este tema son tentativas. Lo que se observa es que, en el período de la posconvertibilidad, los servicios bancarios han pasado a ser un factor más relevante que la actividad tradicional bancaria de proveer financiamiento para la actividad económica. Esto último podría explicarse por un cambio en la estrategia comercial de los bancos, que diversifican sus negocios en actividades ajenas a la actividad bancaria tradicional (captación de depósitos y otorgamiento de crédito) buscando maximizar su rentabilidad en actividades más seguras.

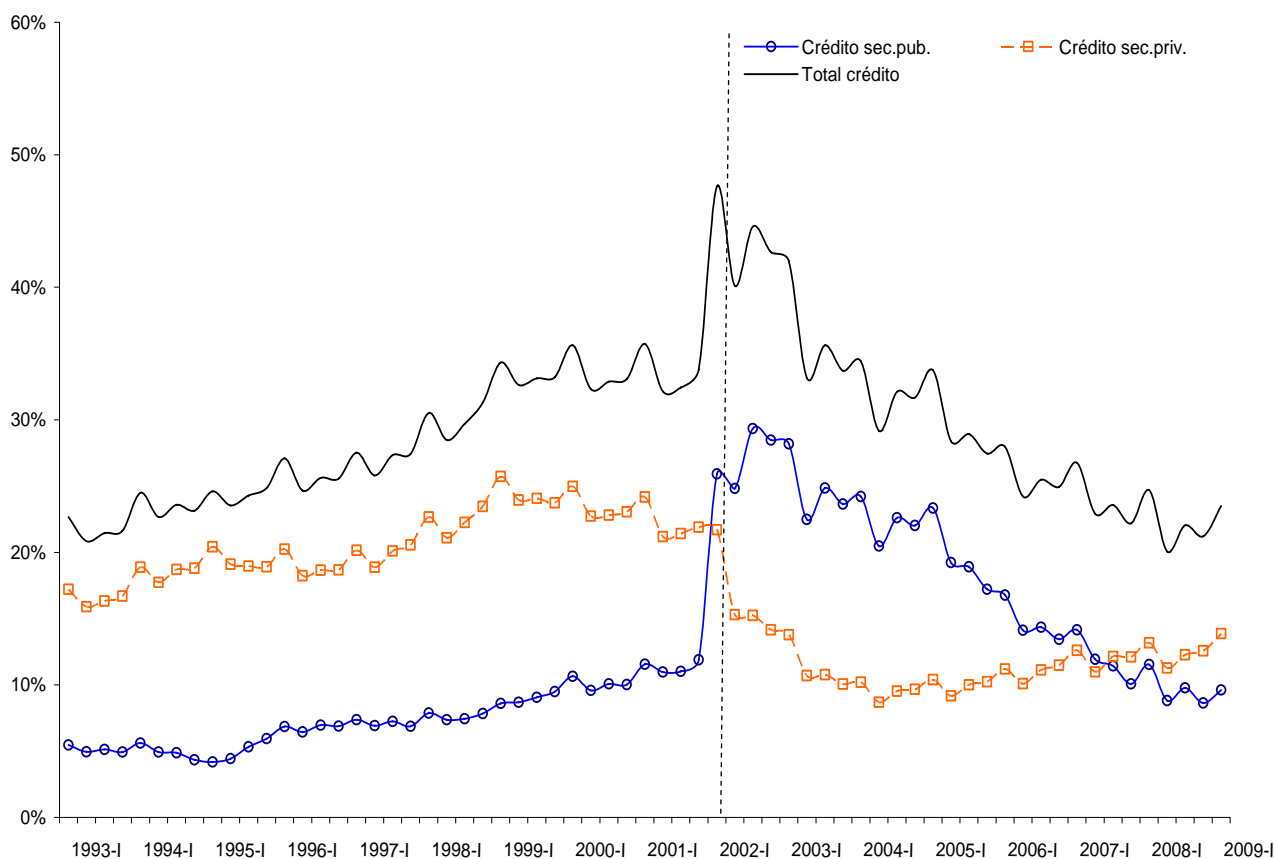
¿Qué podemos observar con respecto a la actividad tradicional bancaria de otorgamiento de crédito? En el gráfico 5 presentamos una desagregación del crédito del sistema financiero a los sectores privado y público respectivamente, como porcentaje del producto bruto interno. A partir del análisis de los datos podemos extraer algunas observaciones relevantes para el problema bajo estudio. En primer lugar, el crédito al sector público, que creció a paso constante aunque no acelerado durante los 1990s, aumenta considerablemente durante la crisis, decreciendo luego lentamente hasta alcanzar en la actualidad niveles similares a los picos de la década anterior. El crédito al sector privado, que también creció lenta pero sostenidamente durante la década de la convertibilidad, experimenta una caída brusca durante la crisis y luego una recuperación muy tenue,

²⁴ Si bien no presentamos los datos para el primer semestre de 2009, las tendencias durante ese período no cambian.

²⁵ Los servicios incluyen los aranceles cobrados por los bancos por cuentas bancarias, transacciones y otros servicios financieros.

sin alcanzar los niveles de los 1990s. En el período posconvertibilidad, el crédito al sector público excedió al crédito al sector privado hasta el 2007, año a partir del cual crédito al sector privado pasa a ser mayor, aunque por una diferencia mínima.

Gráfico 5. Préstamos del sistema financiero a los sectores privado y público como porcentaje del PIB.

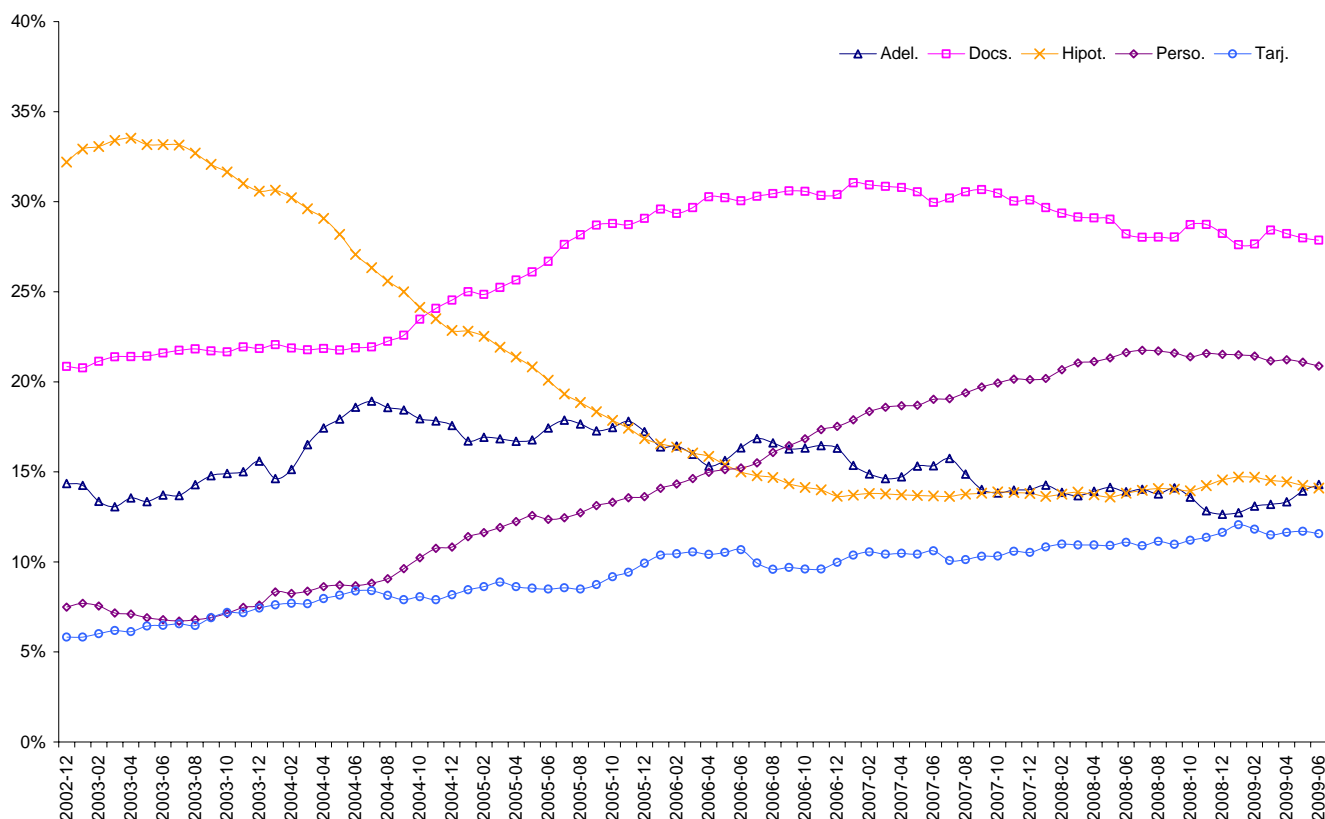


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA e INDEC.

El crédito al sector privado en el período de la posconvertibilidad también mostró cambios con respecto al período de la convertibilidad. El gráfico 6 muestra la evolución de distintos tipos de crédito, como porcentaje del total de créditos al sector privado no financiero, para el período de la posconvertibilidad. En el mismo se observa una fuerte caída del crédito a largo plazo (hipotecario) y un aumento fuerte del crédito de corto plazo (documentos y personales). El crédito a través de tarjetas de crédito, también de corto plazo, experimenta un crecimiento leve y sostenido, mientras que los adelantos se mantienen relativamente constante. En otras palabras, el crédito de corto plazo ha tendido a desplazar al crédito más largo, favoreciéndose el crédito personal para el consumo

sobre los otros rubros.

Gráfico 6. Préstamos por tipo como porcentaje del total de préstamos al sector privado no financiero



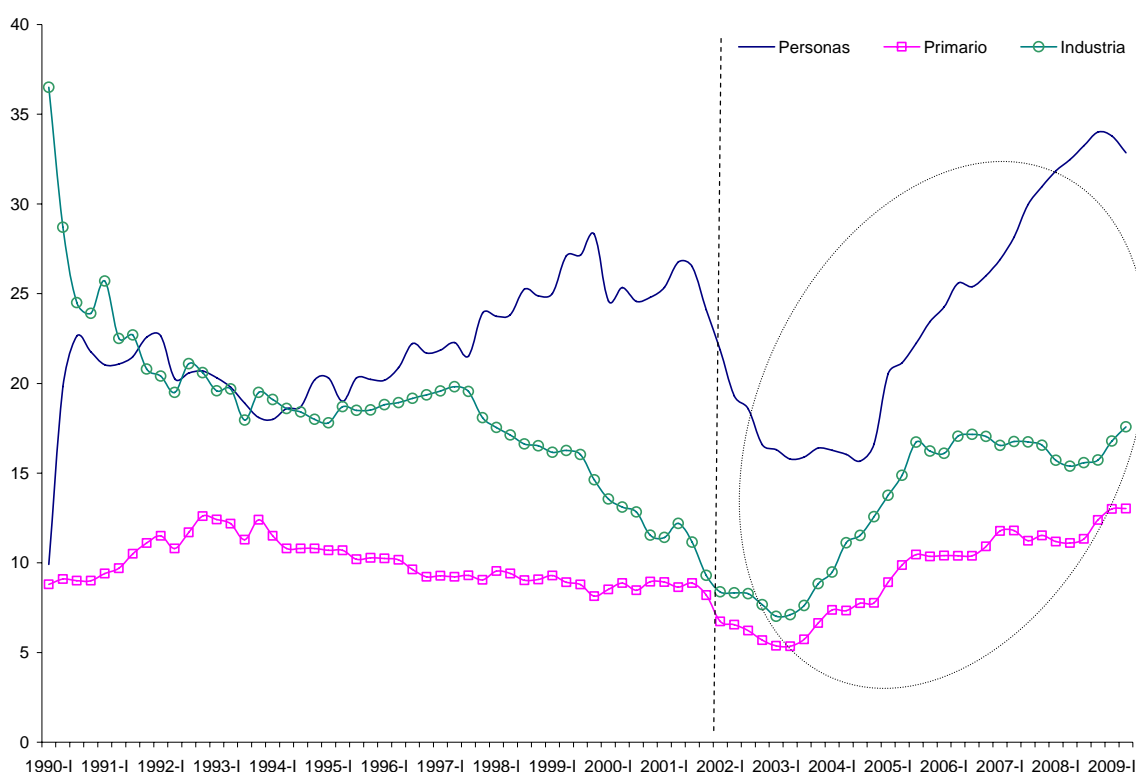
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Respecto al financiamiento del sistema financiero al sector privado no financiero por tipo de actividad (gráfico 7) se observa un comportamiento similar al que acabamos de describir en torno al gráfico 6. Tomando el período desde el comienzo de la convertibilidad hasta la actualidad, se observan ciertas tendencias reveladoras. La financiación al sector primario, como porcentaje del total de financiamiento, se han mantenido relativamente constante, con una baja durante la crisis de 2001-2002 para luego recuperarse alcanzando niveles levemente superiores a la media de la década de la convertibilidad. La financiación a la industria experimenta una caída marcada y sostenida durante la década de la convertibilidad, alcanzando su mínimo en el 2003. A partir de este momento, experimenta una recuperación fuerte, estabilizándose luego en valores inferiores a los de la década de la convertibilidad.

El crédito personal muestra un crecimiento sostenido durante los 1990s, y una abrupta caída

durante la crisis. Sin embargo, a partir del año 2004, experimenta un aumento fuerte y sostenido, de pendiente marcadamente superior a la de los 1990s, alcanzando hacia el final del período en estudio valores que superan ampliamente los más altos de la década de la convertibilidad.

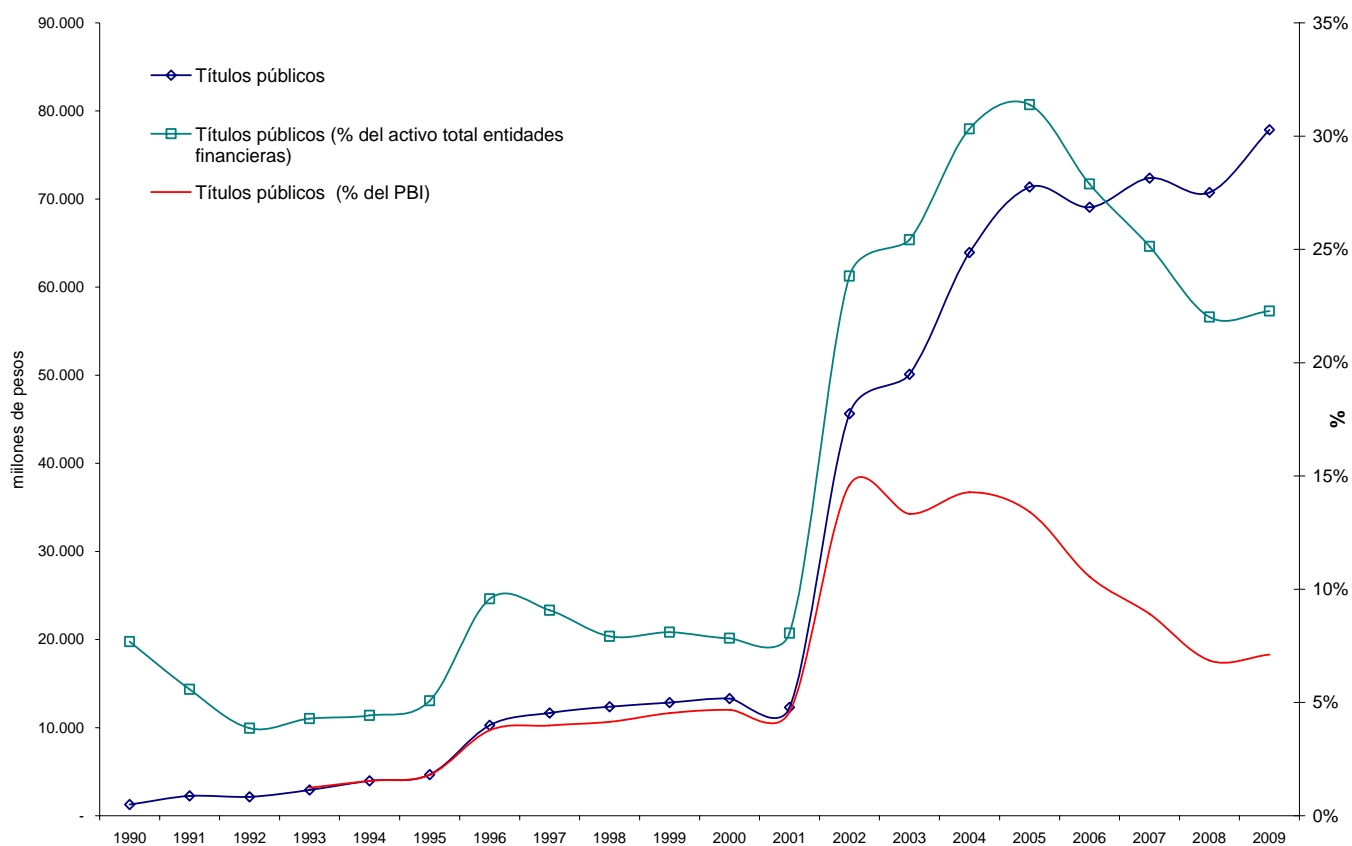
Gráfico 7. Financiaciones por actividad como porcentaje del total de financiaciones.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Por último, resulta de interés examinar el peso de los títulos públicos en la cartera de activos del sistema financiero (gráfico 8). Aquí también se observa una tendencia relevante dado el impacto que tienen los activos financieros sobre los resultados del sistema financiero. Durante la década de la convertibilidad los activos financieros del sector público en cartera del sistema financiero evidenciaron una leve tendencia creciente (en términos nominales y como porcentaje del activo del sistema financiero). En el período 2001-2005 experimentan un fuerte aumento, triplicando el valor máximo de la década anterior. A partir de ese momento experimenta una caída entre 2005-2007 para luego volver a subir, manteniéndose siempre en valores muy superiores a la década anterior.

Gráfico 8: Títulos públicos en cartera de entidades financieras (millones de pesos y % del total de activos entidades financieras y PBI)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Lo presentado hasta aquí permite emitir las siguientes observaciones a modo de resumen sobre las causales del proceso de financiarización en la Argentina posconvertibilidad:

1. Los servicios financieros pasaron de un lugar secundario a ocupar un lugar central en el sistema financiero argentino durante el período 2001-2008, superando en todo el período las ganancias producto de intereses.
2. En relación a estos últimos, podemos concluir lo siguiente:
 - a. Los préstamos al sector público superaron a los préstamos al sector privado hasta el 2007, momento a partir del cual el crédito al sector privado supera levemente el crédito al sector público.
 - b. El crédito al sector privado tiene un fuerte sesgo al crédito de corto plazo -principalmente para el consumo-, superando ampliamente al crédito al sector industrial y al sector primario.

- c. Los activos financieros emitidos por el sector público tienen un peso importante en la cartera de activos del sistema financiero, contribuyendo a los ingresos por intereses del mismo.

4. Observaciones finales

La financiarización es un proceso que resulta de la implementación de políticas neoliberales, especialmente la liberalización financiera, 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, especialmente durante la posconvertibilidad.

Siguiendo la definición y metodología propuesta por Krippner (2005), encontramos evidencia que ratifica que en Argentina ha habido un marcado proceso de financiarización en el período de la posconvertibilidad, especialmente a partir de 2004, año a partir del cual las ganancias del sector financiero aumentan de manera muy superior al de las grandes empresas y empresas no financieras cotizantes en bolsa. El análisis de variables seleccionadas del sistema financiero nos permite realizar algunas conclusiones preliminares sobre las causas de este fenómeno.

En primer lugar, se observa que a partir de la crisis, los resultados por servicios del sistema financiero superan a los resultados por intereses. Si bien estos últimos muestran una recuperación importante en el período poscrisis, y una tasa de crecimiento mayor a la de los servicios, los primeros superan a los ingresos por intereses en todo el período de la posconvertibilidad.

En segundo lugar, el estudio de fuentes de ingresos por intereses arroja resultados reveladores. Por un lado, se observan elevados niveles de crédito al sector público y niveles de crédito al sector privado más bajos que los observados durante la convertibilidad. Por lo tanto, en lo que respecta a la asignación del crédito entre el sector público y privado, el primero sería el que más ingresos le genera al sistema financiero. En cuanto al crédito al sector privado, se observa una fuerte tendencia hacia el crédito personal de corto plazo (consumo), en detrimento del crédito de largo plazo a los sectores primario e industrial.

Por último, se observa también una preferencia del sistema financiero por mantener activos del sector público en su cartera. En el período posconvertibilidad se observan niveles muy superiores a los de la década anterior.

VERSION PRELIMINAR – NO CITAR SIN PERMISO DE LOS AUTORES

En base a lo presentado, concluimos que en Argentina se ha producido un proceso de financiarización significativa en el período de la posconvertibilidad. Las ganancias extraordinarias del sector financiero se deben en parte a los servicios, a los ingresos que les generan el crédito al sector público y activos en cartera del mismo, y un crecimiento del crédito de corto plazo a las personas físicas en detrimento del crédito a sectores productivos.

Las características del sistema financiero actual obligan a las preguntas sobre qué tipo de instituciones financieras se necesitan para acompañar un proceso de desarrollo. El surgimiento del rentismo financiero en la Argentina de la posconvertibilidad torna urgente el debate en torno a una nueva ley de entidades financieras y una nueva regulación del sistema financiero de tal modo de asegurar el financiamiento a los sectores productivos.

Bibliografía

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

Arestis, Philip y Sawyer, Malcolm (comps.) (2005). *Financial liberalization: Beyond orthodox concerns*. Nueva York: Palgrave-McMillan.

Arestis, Philip y de Paula, Luiz Fernando (comps.) (2008). *Financial liberalization and economic performance in emerging countries*. Nueva York: Palgrave-McMillan.

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

Argitis, George (2003). “Finance, instability and economic crisis: The Marx, Keynes and Minsky problems in contemporary capitalism”. Trabajo presentado en la jornada “Economics for the Future: Celebrating 100 Years of Cambridge Economics”, 17-19 de septiembre de 2003, Cambridge, Gran Bretaña.

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

Arrighi, Giovanni (1994). *The long twentieth century: Money, power, and the origins of our times.* Londres: Verso.

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.

Chesnais, François (comp.) (1996, 1999). *La mundialización financiera: Génesis, costos y desafíos*. Buenos Aires: Losada.

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 (2002). "The effects of increased market competition and changes in financial markets and the structure of nonfinancial corporations in the neoliberal era". University of Massachusetts, Amherst: *Political Economy Research Institute*, Working Paper 44.

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.

Ertürk, Korkut y Özgür, Göcker (2009). "What is Minsky all about, anyway?". *Real World Economics Review* nro.50.

Ferrerres, 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'Ariza 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.

Lapavitsas, Costas (2009a). “Financialisation, or the search for profits in the sphere of circulation”, *School of Oriental and African Studies*, Discussion Paper No. 10.

Lapavitsas, Costas (2009b). “Financialisation embroils developing countries”, *School of Oriental and African Studies*, Discussion Paper No. 14.

Lapavitsas, Costas (2009c). *El capitalismo financiarizado: Expansión y crisis*. Madrid: Maia Ediciones.

McKinnon, Ronald (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institute.

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.

Patrick, Hugh (1966). “Financial Development and Economic Growth in Developing Countries”. *Economic Development and Cultural Change*, vol. 14, nro. 2.

Pollin, Robert (1995). “Financial structures and egalitarian economic policy”. University of Massachusetts, Amherst: *Political Economy Research Institute*, Working Paper 182.

Shaw, Edward (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.

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.

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

Van Treeck, Till (2007). “A synthetic stock-flow consistent model of financialisation”. Düsseldorf: *Institut für Macroökonomie (IMK)*, Working Paper 6/2007.

Van Treeck, Till (2008). “The political economy debate on ‘financialisation’—a

VERSION PRELIMINAR – NO CITAR SIN PERMISO DE LOS AUTORES

macroeconomic perspective”. Düsseldorf: *Institut für Macroökonomie (IMK)*, Working Paper 1/2008.