

# **1<sup>ra</sup> Jornadas de Economía Crítica**

## **5 y 6 de Octubre del 2007**

**Escuelas de Economía Política**  
**Universidad Nacional de La Plata / Universidad de Buenos Aires**

### **La financierización de las grandes empresas en Argentina.**

Rodrigo Pérez Artica<sup>1</sup>

#### **1. Introducción**

Varios autores (Basualdo, 2006; Ortiz y Schorr, 2006; Schwartz, 1986) coinciden en señalar que a lo largo de los últimos treinta años se instaló entre las grandes empresas que operan en Argentina una actitud sumamente favorable hacia operaciones financieras y especulativas, que implicó a su vez una marcada desatención a las actividades productivas en sus negocios originales. Más aun, ha habido quienes sugirieron que esta propensión a permanecer desvinculados de actividades productivas que impliquen plazos prolongados de maduración constituye una peculiaridad propia del empresariado argentino cuyo origen se remonta hasta los años de la experiencia agroexportadora (Sábato y Schwartz, 1983).

Una literatura amplia ha discutido los obstáculos que este comportamiento particular interpone en el proceso de crecimiento, la inversión y las posibilidades de la estructura económica de absorber empleo. Sin embargo, pocos estudios se han preocupado por encontrar evidencias empíricas cuantitativas que permitan determinar su importancia y rasgos característicos en el ámbito de las propias empresas. El proyecto de investigación del que forma parte este trabajo está motivado por ese vacío. Su propósito más inmediato consiste en encontrar indicios cuantitativos acerca de la dimensión del fenómeno y su evolución en el ciclo, las diferencias existentes entre las empresas de acuerdo al origen del capital, o a la transabilidad internacional de su producción, la composición de esos activos financieros, etc.

Asimismo, el proyecto se preocupa por establecer un marco conceptual e histórico de referencia que permita una interpretación más general del problema. Para ello se nutre de trabajos que describen procesos similares en otros países -en especial de países desarrollados- e intenta interpretarlos a partir de las dificultades que atraviesan las firmas en su proceso de crecimiento.

La segunda sección intentará hacer una breve reseña de los distintos fenómenos a los que últimamente se ha hecho referencia con el término "financierización"; allí también se delimitan los alcances que para este proyecto posee el término, así como la justificación de esa elección frente a las opciones posibles.

Le sigue un resumen de las evidencias encontradas sobre el surgimiento del proceso de acumulación de activos financieros entre las grandes corporaciones no financieras en Estados Unidos. Ello a su vez sirve de base para introducir una racionalización plausible del fenómeno, a la luz de los límites al crecimiento de las grandes firmas estadounidenses durante la posguerra, que se hace en la sección 4.

La sección 5 resume los aportes de algunos de los autores argentinos que han estudiado las causas, dimensiones, y características generales del proceso en el ámbito nacional. Su propósito es doble: poner en evidencia la relevancia que el tema ha adquirido entre las empresas locales, y captar algunas pautas para su examen empírico.

La sección 6 presenta los resultados de una revisión de la bibliografía teórica, proveniente de las finanzas corporativas y la teoría de la inversión de la firma, referida a la acumulación corporativa de activos financieros.

---

<sup>1</sup> Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca. Te.: 0291-4559269. E-mail: [rodrigoperezartica@gmail.com](mailto:rodrigoperezartica@gmail.com). El autor agradece los comentarios recibidos por parte de Francisco Cantamutto y Mariana Fernandez Massi.

Estos aportes son evaluados en cuanto a su utilidad a la hora de explicar la financierización, tal como se presenta en las secciones precedentes.

Por último, la sección 7 presenta los avances parciales de la investigación empírica. En primer lugar se expone una hipótesis preliminar, y a continuación se procede a explicar la metodología adoptada y presentar los resultados y conclusiones provisionales.

## 2. La noción de financierización

El término financierización se encuentra entre los conceptos que han surgido para caracterizar los cambios estructurales acontecidos en la economía mundial desde la década de los '70. Su utilización se ha vuelto mucho más frecuente en los últimos años: varios investigadores, e incluso algunas publicaciones, se han especializado en el tema y sus implicancias. A pesar de ello, no se encuentra entre los autores involucrados una posición uniforme en torno a qué es lo que la financierización representa.

Un primer grupo de autores (Dumenil y Levy, 2002; Epstein, 2002) ha tendido a asociar el concepto a la creciente influencia política de la clase rentística, la aparición de los inversores institucionales –fondos mutuos y fondos de riesgo-, junto al incremento en la participación en el ingreso de los propietarios de activos financieros. Antecedentes de esta versión de la financierización podrían hallarse en la obra de Lenin "El imperialismo, fase superior del capitalismo", así como en los aportes de Hilferding en la definición del capital financiero.

Otra acepción relaciona el término con el reemplazo de sistemas financieros basados en bancos –bank based- por sistemas basados en mercados de capitales –market based. A ésta, podría añadirse una interpretación separada, que hace referencia a la profusión de instrumentos financieros que ha tenido lugar en los mercados desde los '80.

Más próximo al objeto de estudio de este trabajo, el cambio en las estructuras de gobierno en las grandes corporaciones constituye otro de los acontecimientos a los que se ha hecho referencia en los países desarrollados con el término "financierización" (Froud et al, 2002; Froud et al, 2006). Aquí, su uso alude a la instalación del objetivo de maximizar el valor financiero percibido por los accionistas –*shareholder value*. En pocas palabras, tal cosa implica dar prioridad a la distribución de dividendos e implementar estrategias gerenciales que eleven el valor de mercado de la firma, aun cuando hacerlo suponga abandonar la búsqueda de su crecimiento en el largo plazo. La posibilidad de que los accionistas lleven a cabo una toma hostil de la empresa y remuevan a sus gerentes, junto con esquemas de remuneraciones compuestos por acciones o instrumentos similares, terminan por alinear los objetivos de los gerentes con los de los accionistas. Desde esta perspectiva, operaciones como la racionalización de procesos, la exportación de plantas, la incorporación de tecnología y los despidos masivos son interpretados como respuestas de los gerentes ante las presiones de los mercados financieros por apropiarse de una mayor proporción de los ingresos generados en las empresas no financieras. Crotty (2002) utiliza la expresión "*paradoja neoliberal*" para referirse a esta situación, que superpuesta al debilitamiento de la demanda y la agudización de la competencia a nivel internacional, presiona sobre las condiciones de expansión de las grandes empresas que actúan en el ámbito productivo.

Por último, ha habido quienes se han interesado por la propensión de las grandes empresas predominantemente apoyadas en actividades productivas, a inclinarse hacia actividades financieras: incrementar sus tenencias de activos financieros, diversificarse hacia actividades de intermediación financiera, obtener ganancias a partir de la compraventa de firmas en problemas, etc. (Crotty, 2002; Krippner, 2005). Este enfoque es el adoptado en el presente trabajo, centrándose en la acumulación de activos financieros. Krippner (2005) ha establecido que una de las ventajas de esta forma de definir los alcances del concepto, es que comprende al resto de las definiciones y sus implicancias. En este estudio, no obstante, su valor surge principalmente de las posibilidades que ofrece a la hora de estudiar el proceso de acumulación de las grandes empresas y las fuerzas que lo afectan.

Entendida de este modo, la financierización es tan vieja como el capitalismo. La misma aparición de las sociedades anónimas y de los mercados bursátiles hacia fines del siglo XIX, introdujo la superposición del capitalista y el financista en una misma persona. Desde entonces, en lugar de reintegrarse al proceso de producción bajo la forma de capital industrial, parte del capital dinero recogido en la esfera de la comercialización abandona el ciclo asumiendo la forma de capital prestado a interés, siendo a su vez empleado por otros capitalistas directa –financiando la inversión o el capital de trabajo- o indirectamente –financiando la demanda. Es decir, el propio desarrollo capitalista ha ido gestando las condiciones para la aparición de la financierización al elevar las cantidades de capital necesarias para el funcionamiento de las empresas, complejizar la estructura de financiamiento de la inversión e interponer dificultades para su reinversión como capital industrial.

### 3. Evidencias para la economía estadounidense

Por supuesto, afirmar que la financierización es un rasgo inherente al funcionamiento de una economía capitalista, no impide reconocer que, ante una configuración histórica determinada –caída de la rentabilidad y recrudescimiento de la competencia a nivel internacional-, esta tendencia cobró dimensiones inusitadas que justifiquen un estudio privilegiado de sus pormenores. Éste parece ser el caso para las últimas tres décadas<sup>2</sup>.

Una serie de investigaciones empíricas interesadas en las grandes corporaciones estadounidenses ha puesto en evidencia la irrupción, desde fines de los años ´70, de una particular proclividad de las grandes firmas a acumular activos financieros y, consecuentemente, a incrementar la importancia de los ingresos financieros en el total de ingresos percibidos.

Crotty (2002), tomando como base información de flujos de fondos de grandes empresas no financieras provista por la Reserva Federal, encontró un significativo incremento en la tenencia de activos financieros a partir de comienzos de los años ´80 –la razón entre Activos financieros y Activos fijos, luego de mantenerse estable por aproximadamente veinte años, aumentó desde 40% en 1980 hasta el 100% en 2000. No obstante, su trabajo aclara que la base de datos utilizada no es la más apropiada. Al parecer, dentro de la categoría "Activos Financieros" se incluyen rubros del activo que sería correcto apartar, pero cuya participación en el total de la categoría se desconoce. No obstante, de acuerdo con el autor es posible afirmar que cierta financierización tuvo lugar, sólo que no es por el momento posible precisar sus dimensiones.

Dumenil y Levy (2004) también dieron cuenta de un cambio de tendencia similar, usando datos del Bureau of Economic Analysis (BEA), las cuentas nacionales de producto e ingreso (NIPA), y la Reserva Federal. No obstante, para ellos la evolución de las tenencias de activos financieros no podría comprenderse en forma aislada de lo ocurrido con los pasivos. En efecto, la evolución de los pasivos totales sigue una trayectoria llamativamente parecida a la de los activos financieros –que en sus cálculos, no abarcan a las tenencias de acciones emitidas por firmas de la misma muestra. Los pasivos netos, esto es, la diferencia entre los pasivos totales y los activos financieros, muestran valores positivos y levemente decrecientes hasta fines de la década de 1990, para pasar posteriormente a magnitudes progresivamente negativas.

Las evidencias sobre la financierización en Estados Unidos se nutren también de hallazgos referidos al impacto de esta tendencia sobre la rentabilidad global de las corporaciones no financieras. De hecho, Krippner (2005) define a la financierización como un patrón de acumulación en el que los beneficios fluyen, principalmente, de fuentes financieras. Para comprobarlo confecciona una medida denominada *portfolio income*, que consiste en la razón entre los ingresos financieros (intereses y dividendos cobrados, más ganancias de capital) y el flujo neto de caja; y que calcula para las grandes corporaciones no financieras estadounidenses a partir de fuentes similares a las utilizadas por los autores anteriores. La observación del *portfolio income* en el tiempo lleva a conclusiones congruentes con las mencionadas arriba, una financierización de ingresos muy significativa y creciente se advierte desde fines de los años ´70.

Sin embargo, el estudio de Dumenil y Levi sobre el comportamiento del componente financiero de la rentabilidad en las grandes empresas estadounidenses, pareciera indicar lo contrario a lo sugerido por Krippner. Estos autores demuestran cómo la proporción de la tasa de ganancia del sector corporativo no financiero explicada por beneficios financieros, sufre una muy notable disminución desde 1980; es decir, precisamente a partir del momento en que los activos e ingresos financieros experimentan ambos aumentos sustanciales en sus ritmos de crecimiento, los beneficios derivados de transacciones financieras ven mermar su participación en el total de los beneficios. La explicación hallada es que tal caída se debe al repentino incremento en las tasas de interés pagadas por los pasivos producida en 1979, en lo que estos autores denominan "golpe de 1979"<sup>3</sup>.

De cualquier modo, lo que parece quedar claramente de manifiesto, es que las grandes empresas experimentaron un precipitado cambio de actitud hacia la acumulación de activos financieros, y que tal alteración se verificó precisamente en un contexto histórico en que –por cuestiones que no se discutirán aquí<sup>4</sup>– el estancamiento en la demanda y la agudización de la competencia en el ámbito internacional imponían frágiles condiciones de rentabilidad en las actividades industriales<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Bach (1999) afirma que un proceso similar tuvo lugar en los años ´20 y Krippner (2005) remarca que el proceso de financierización de las últimas décadas no constituye una etapa inédita del capitalismo.

<sup>3</sup> De acuerdo con Dumenil y Levy, el sector financiero de los países desarrollados logró forzar en 1979 un aumento en las tasas de interés nominales que estableció tasas reales positivas, a partir del cual los

<sup>4</sup> Al respecto, ver Crotty (2000); Crotty (2002), Dumenil y Levy (2002); Bach (1999)

<sup>5</sup> Se han omitido referencias a otros trabajos que tratan el tema de la financierización en empresas de países desarrollados. Serfati (1996) revisa pormenorizadamente el papel asumido por los grupos franceses desde la década de los ´80. Froud et al (2002) muestra las dificultades que llevaron a las automotrices a multinacionales a diversificarse hacia la financiación de sus ventas. Kneeshaw (1995) ofrece evidencias de que esto también ha surgido entre las empresas japonesas.

## 4. La financierización y los límites a la acumulación enfrentados por las grandes empresas

Si bien el trabajo no desarrolla una discusión detallada de los factores estructurales que empujan a las empresas a la financierización, esta sección está destinada a establecer brevemente un marco conceptual e histórico de referencia que provea pautas para una apreciación más global del fenómeno.

Puede entenderse a la tendencia de las grandes empresas no financieras a volcarse hacia actividades financieras, como una respuesta ante los límites que ellas mismas encuentran para continuar su proceso de crecimiento en el ámbito productivo. La caracterización general de la financierización, entonces, comienza con la comprensión de la naturaleza de esos obstáculos a la acumulación, así como del conjunto de alternativas al alcance de las grandes empresas para proseguir su crecimiento pese a ellos.

Las grandes corporaciones que, a partir de los altos márgenes derivados del control de sus mercados, acceden a amplias cantidades de fondos invertibles, encuentran que las mismas condiciones que dieron lugar a esos excedentes imponen luego límites a posteriores aplicaciones rentables; esto se traduce en un **desbalance** entre, por un lado, los fondos a su disposición y, por el otro, las posibilidades de procurarles una asignación rentable. Históricamente, tales límites han adquirido la forma de (1) **caída de la rentabilidad o dinamismo en las ramas originales**: la creciente debilidad de la demanda enfrentada por las empresas –frente a sus posibilidades de acumulación– impone cada vez mayores dificultades al comercializar la producción, afectando a su vez los índices de utilización de la capacidad instalada. Por último, una caída de este indicador actúa como señal de la insuficiencia de lugar para nuevas inversiones; y (2) **oligopolización de las principales ramas industriales**, que establecen restricciones pautadas a las inversiones en tales sectores.

Ante la imposibilidad de continuar aplicando fondos en esas ramas, una extensa proporción de las grandes empresas estadounidenses en la segunda posguerra reaccionó volcándose a la diversificación hacia otros rubros. Es decir, desplazando la inversión desde aquellos sectores en que se encontraban hacia otros en principio más dinámicos. Se ha establecido (Burachik, 2007) que en este proceso de diversificación es posible distinguir dos fases separadas y con rasgos específicos. Una primera, situada en los años ´50, en la que, predominantemente, los negocios anexados estaban vinculados técnica o comercialmente a los principales rubros de actividad –ofrecían la posibilidad de desplegar economías de alcance– y se ubicaban en mercados con escasa competencia, ofreciendo mayores rentabilidad y posibilidades de crecimiento. Y una segunda, que tuvo lugar en la segunda mitad de los años ´60, en la que las inversiones diversificadas preponderantes se caracterizaron por su escasa o nula relación con los negocios originales y/o por tratarse de adquisiciones con las que las corporaciones esperaban obtener **ganancias financieras**, vendiéndolas luego de haber hecho subir su valor de mercado. Ciertamente, siendo la rentabilidad ofrecida por éste último grupo de negocios inferior al brindado por el primero, su incorporación a la órbita de las grandes empresas en cuestión puede no comprenderse totalmente sin advertir que las oportunidades de diversificación relacionada ya habían sido agotadas, y aún persistía –se acentuaba– el desbalance mencionado entre la liquidez disponible y la existencia de espacios viables para su colocación.

Desde luego, lo anterior no adquirió los mismos rasgos e intensidad en todos los casos. Cada empresa, dependiendo de circunstancias particulares, lo experimentó de un modo singular. Lo que queda establecido, no obstante, es el carácter general de la diversificación como modalidad de crecimiento utilizado por las grandes empresas estadounidenses ante la clausura de los canales originales de expansión.

Ya en esta etapa se torna visible el componente financiero implicado en la asignación de los fondos invertibles de una misma empresa entre distintos proyectos industriales, de acuerdo con sus tasas de rentabilidad esperadas. En efecto, puede considerarse al crecimiento vía diversificación como un antecedente inmediato de la financierización. Viendo a la segunda como una estrategia a partir de la cual una dirección financiera central asigna los fondos internos de la empresa entre distintos activos, representen éstos distintas variantes de capital productivo o de activos financieros. Inclusive, aun cuando la financierización no cobró en ese período las dimensiones adquiridas recientemente, sí se encuentran evidencias (Crotty, 2002; Krippner, 2005; Dumenil y Levy, 2004) de que se produjo en los años sesenta una esterilización de los fondos excedentes bajo la forma de compras de activos financieros.

## 5. La financierización de las empresas argentinas

Las grandes empresas que operan en Argentina se han mostrado muy activas en la financierización desde los años ´70. El proceso asumido desde entonces adquirió rasgos cíclicos, vinculándose con fases de altos rendimientos de los activos financieros **domésticos**. Esta financierización interna llega a su fin cuando se instalan expectativas de una crisis financiera. Se produce entonces un retiro generalizado de fondos, para colocarlos en activos reales y financieros (depósitos a interés, inmuebles y activos sin renta) **en el exterior**. Esta última, constituye una segunda forma asumida por la financierización, que ha dado lugar a una significativa acumulación

de fondos de residentes en el exterior. En esta sección se intentará brindar un mayor acercamiento al proceso experimentado por las grandes empresas en los últimos treinta años, a partir de la bibliografía disponible.

Varios autores (Basualdo, 2006; Ortiz y Schorr, 2006; Schvarzer, 1986) coinciden en señalar que la última dictadura instaló un escenario altamente propicio para el desarrollo de las colocaciones financieras entre las grandes empresas industriales. Más propiamente, la bibliografía consultada permite afirmar que ella inauguró un período en que: (i) el acceso a fondos invertibles por parte de las empresas se vio significativamente ampliado y (ii) las aplicaciones financieras se volvieron particularmente atractivas; ya sea por la rentabilidad ofrecida por las colocaciones domésticas, como por las posibilidades abiertas para retirar liquidez a posiciones en el exterior. Nuevamente, no podría afirmarse que estas condiciones expliquen por sí solas la afición de las empresas industriales argentinas a acumular activos financieros a partir de esos años. Sería necesario añadir precisiones sobre las dificultades que signaron su proceso de crecimiento por otros canales.

En cuanto a lo primero, grandes transferencias de ingresos tuvieron lugar a partir de un repentino **cambio en los precios relativos** a favor de las grandes empresas industriales. En particular, la apertura comercial asimétrica de 1979 –disminución de los aranceles a la importación de insumos, y conservación de los aranceles que protegían la producción propia–, la caída inducida en el salario real, junto a los aumentos de productividad no remunerados, mejoraron notoriamente sus márgenes. Por otro lado, la reforma financiera de 1977 y la coyuntura de liquidez internacional favorecieron un **endeudamiento externo** de dimensiones inusitadas. Sumadas a ello, deben computarse el conjunto de **transferencias directas** a través del estado –desgravaciones, regímenes de promoción industrial, compras estatales, etc.

En relación a lo segundo, Basualdo (2006) señala que la administración estatal de la rentabilidad financiera– particularmente, la liberalización de la tasa de interés interna y el seguro de cambio ofrecido por las pautas cambiarias especialmente en el período 1979-1981–, en un contexto de liquidez internacional muy favorable, constituyó el origen de la financierización de las más grandes empresas argentinas durante la segunda mitad de los '70. Ortiz y Schorr (2006), por su parte, indican que la escasa liquidez internacional, y el monopolio del ahorro interno ejercido por parte de las fracciones empresarias dominantes durante toda la década de los '80, permitieron sostener la elevada rentabilidad ofrecida por los bonos estatales, que se volvieron una importante aplicación de fondos invertibles en ese período.

Simultáneamente, un fenómeno integrado a la financierización pareció cobrar entidad propia. Se trata de la **fuga de capitales**<sup>6</sup> que, con pausas aisladas, se desarrolló desde mediados de los años '70. Basualdo y Kulfas (2000) muestran cómo el stock de capitales locales acumulados en el exterior pasó de valores cercanos a los 5 mil millones de dólares en 1975 a 138 mil millones en el 2001. Estos autores sostienen que tal proceso se vio limitado por la disponibilidad interna de divisas para efectuar las remisiones, y que por ello requirió del endeudamiento externo, que transitó una senda muy apegada a la de los capitales fugados. Por otra parte, tal límite impuso la necesidad de esterilizar el ahorro bajo otras formas de financierización domésticas comentadas arriba.

Con todo, no abundan los estudios empíricos sobre el comportamiento microeconómico de las grandes firmas durante ese período. Sólo un trabajo, Damill y Fanelli (1988), se encargó de observar los cambios acontecidos en la **estructura financiera** de las grandes empresas. El mismo analizó los balances de 122 grandes firmas en el período que se extiende desde 1979 hasta 1985. Su propósito fue describir la evolución de la estructura financiera en el contexto macroeconómico imperante: creciente inestabilidad y estancamiento del producto, desmonetización, dolarización, acortamiento de los plazos contractuales, entre otros. Entre las conclusiones más relevantes a los efectos de este trabajo se encuentra lo siguiente:

- (1) La tendencia de los activos financieros a crecer por encima del ritmo de crecimiento del activo total (tasa promedio anual 9,8%, contra un 8% anual del A total); lo que también se evidencia en el aumento de la proporción de activos financieros a activos físicos; de 48 australes de activos financieros por cada 100 de activos físicos en 1979, pasan a 57 de cada 100 en 1985.
- (2) Al comparar con la evolución macroeconómica, surge la conclusión de que mientras la economía se desmonetizaba, (caían las tenencias de activos financieros en general) las empresas analizadas acumulaban activos financieros a una tasa cercana al 10% anual.
- (3) El mayor dinamismo en la acumulación de estos activos financieros le correspondió a los activos nominados en moneda extranjera; en efecto, el ritmo al que estos crecieron fue más que el doble que el verificado para el total de activos financieros totales. Sin embargo su participación no fue significativa en ese total. Una explicación plausible es que la restricción establecida por la escasez de divisas imposibilitaba la fuga de capitales al exterior, y ante tal traba, las empresas optaron masivamente por dos formas de financierización interna: (i) bonos del estado, que financiaban a tasas crecientes los déficits presupuestarios, en el referido

---

<sup>6</sup> Se entiende por fuga de capitales a las operaciones mediante las cuales los poseedores de liquidez interna, la remiten por distintos mecanismos al exterior, para destinarla a la adquisición de activos físicos o financieros. Basualdo y Kulfas (2000) indican que la gran mayoría de los fondos fugados está integrada por depósitos, activos con renta –tenencia de bonos y títulos públicos–, y activos sin renta –tenencia de dólares.

contexto de aguda desmonetización; (ii) la financiación a otras empresas de la muestra; la escasez de crédito por parte del mercado financiero dejó a las empresas no financieras como las principales oferentes de crédito interno –lo cual también se evidenciaba, como correlato, en el pasivo de las empresas de la misma muestra.

- (4) Paralelamente, se verificaba una reducción de la inversión en activos físicos; la acumulación de bienes de uso sólo representó un 40% de las ganancias de capital obtenidas por las tenencias de activos financieros.

Basualdo (2006), por su parte, ha comentado los resultados de Damill y Fanelli. Sostiene que la participación de los activos financieros entre las empresas privadas se encuentra allí subdimensionada como consecuencia de que en la muestra tomada participan empresas estatales, que además de ser las empresas de mayor tamaño, cuentan con una intensidad de capital muy superior a la media de las empresas privadas. Además, la propia tenencia de activos financieros está subestimada, por no considerar las posiciones mantenidas por empresas pertenecientes al mismo grupo económico radicadas en el exterior.

Por último, según Basualdo los datos acerca del crecimiento del activo físico, no terminan de dar cuenta de las prácticas específicas que posibilitaban tales incrementos. Sostiene que la formación de capital se financió exclusivamente con las transferencias recibidas del estado, destinándose a la financierización el flujo de caja restante.

Algo muy similar sostienen Basualdo y Kulfas (2000) que sucedió durante la década de los noventa, mientras las firmas pudieron recurrir al endeudamiento externo. Al parecer, la fuga de capitales se volvió por estos años más compleja. Si bien se evidenció una continuidad respecto de los '70, tanto en el diferencial de tasas de interés a favor de las tasas internas y en el seguro de cambio ofrecido por el tipo de cambio fijo, como en el flujo de endeudamiento, una fracción de éste se destinó a la financiación de las operaciones y la expansión de las firmas apalancadas. Esto es, los autores detectan un comportamiento novedoso durante la década de los 90: ahora parte del crédito externo era utilizado para financiar las operaciones y el crecimiento de las firmas, mientras el flujo de caja propio continuaba siendo liberado para adquirir activos financieros.

Por último, la sucesión de crisis financieras que tuvo lugar desde 1994 contrajo gradualmente la disponibilidad de crédito externo e incrementó su costo. Adicionalmente se enfrentaban a la imposibilidad de recurrir a las transferencias por parte del Estado, dada la situación financiera de éste último. En este contexto, varias firmas de capital nacional respondieron vendiendo sus firmas a inversores extranjeros, destinando parte de la liquidez obtenida a la constitución de negocios financieros.

En síntesis, la bibliografía revisada permite afirmar que la financierización irrumpió como práctica generalizada entre las grandes firmas argentinas desde fines de los años '70. Más aun, sugiere que tal hecho tuvo lugar en un período en que el acceso a fondos invertibles fue de un caudal inusitado, y en el que las aplicaciones productivas –sin que se encuentren mayores precisiones sobre sus características y dimensiones frente a los fondos invertibles- se volvieron particularmente escasas. No obstante, esto no parece haber motivado el estudio de sus distintos indicios cuantitativos ni de su evolución, a partir de un examen directo de las propias empresas.

## 6. Los aportes teóricos

Habiendo indicado la relevancia del problema y la falta de estudios situados en las empresas, el propósito de esta sección será exponer de un modo sintético las explicaciones que en la literatura teórica, vinculada a la teoría de la inversión de la firma y a las finanzas corporativas, se han brindado sobre la acumulación de activos financieros. La finalidad será contemplar de qué modo la teoría ha racionalizado este comportamiento por parte de las empresas, para luego evaluar en qué medida tales aproximaciones son válidas a la hora de analizar los rasgos asumidos por el fenómeno, tal como aparece presentado en los estudios empíricos citados.

El más vasto conjunto de aproximaciones teóricas en cuestión se sitúa alrededor del problema de las **restricciones al financiamiento** afrontadas por las grandes firmas. En principio, firmas con acceso a oportunidades de inversión rentables podrían verse impedidas de llevarlas a cabo a causa de la escasez de fondos prestables y el consecuente racionamiento de crédito por parte del sistema financiero.

Una empresa no restringida podría hacer frente al financiamiento de las oportunidades de inversión que se le presenten, independientemente de cuáles sean sus posiciones de liquidez. Esto es, podrá recurrir libremente al financiamiento externo y cubrir con estos fondos la totalidad de la inversión más rentable a su alcance. Una firma restringida, en cambio, no pudiendo recurrir al mercado financiero, deberá afrontar las erogaciones que la inversión suponga haciendo uso solamente de fondos propios; naturalmente, este hecho impone un límite al conjunto alcanzable de oportunidades de crecimiento: deberán desecharse aquellas inversiones que excedan el monto de fondos disponibles –medidos en general por medio del flujo neto de caja (FNC), que representa los fondos de libre disposición (Almeida et al; 2003).

Ante tal escenario, la firma podrá optar entre realizar la mejor inversión corriente posible, dados los montos del FNC, o conservar el FNC bajo la forma de activos líquidos, con miras a acumular en períodos subsiguientes la

magnitud requerida para llevar a cabo una mayor inversión -más rentable- inicialmente descartada por la falta de crédito. De esta forma, la acumulación de activos financieros aparece como una alternativa de las firmas restringidas, que en caso de verificarse estaría evidenciando la mayor rentabilidad de esterilizar temporalmente el ahorro corriente, para en un período posterior suministrarle un uso productivo.

En esta misma línea, Acharía et al (2005) incorporan la posibilidad de que, ante el racionamiento, las firmas opten por **repagar deuda** en lugar de acumular activos financieros, de modo de lograr una mejor situación patrimonial y acceder a mayores préstamos en el futuro. Elosegui et al (2006), a su vez, añaden al modelo otro uso posible al flujo de caja del período: el financiamiento del **capital de trabajo**. Más aún, llevan a cabo una evaluación de los enfoques teóricos en cuestión, de acuerdo a su utilidad en la caracterización de los efectos de restricciones crediticias en las grandes empresas de Argentina. Inclusive se ha llegado a decir (Almeida et al; 2002) que la acumulación de activos financieros originada en estos motivos, puede tomar un comportamiento variable con el ciclo económico: además de incrementarse el flujo de caja, las inversiones productivas corrientes se vuelven más atractivas en una fase ascendente del ciclo; por ende, las colocaciones financieras presentes podrían llegar a verse reducidas durante el auge, al perder interés las inversiones futuras a cuya financiación contribuirían, frente al realzado atractivo de las inversiones presentes.

Por fuera de la literatura de la restricción financiera, la hipótesis de la financierización como consecuencia de la inestabilidad e incertidumbre de mercado es también muy difundida. Según ella, la volatilidad macroeconómica o específica del mercado en que cada empresa se inserta, estimula la afluencia de fondos invertibles a la adquisición de activos líquidos (Baum et al; 2006). Una variante considera la incertidumbre asociada a la evolución del tipo de cambio, lo cual se vuelve muy importante en el caso de empresas cuya actividad principal se vincula al comercio internacional. Los instrumentos conocidos como derivados financieros (futuros y opciones) permiten diseñar carteras de activos que cubran a las empresas ante eventuales fluctuaciones en el precio de la divisa; inclusive, dichos instrumentos se utilizan en la generalidad de las empresas que operan con commodities (cereales, petróleo). Esto último parece ocurrir con especial énfasis en la financierización de las grandes empresas francesas analizadas por Serfati (1996).

Demir (2007) evalúa esta posibilidad para el caso de empresas en tres países emergentes: Argentina, México, y Turquía. Más precisamente su hipótesis es que la preferencia de las firmas por activos financieros se presentará al verificarse episodios de volatilidad macroeconómica, o ante incrementos del diferencial entre el rendimiento ofrecido por los activos financieros y el correspondiente a las inversiones fijas. Más aun, la financierización es, de acuerdo con este autor, una decisión **completamente racional** de las firmas, frente a las combinaciones de riesgo y rentabilidad ofrecida por ambos tipos de inversiones.

Por último, un motivo posible para la conservación de activos líquidos lo constituyen los incentivos a **incrementar el valor de mercado** de las firmas. Según los métodos de valuación vigentes, el valor de mercado de una firma se determina a partir de la suma descontada de una proyección del flujo de fondos para un plazo determinado. Sin embargo, si la firma posee activos considerados "no operativos" –entre los que se hallan los activos financieros-, el valor de estos activos es añadido a la suma descontada en cuestión (Copeland et al; 2000). Podría interpretarse que esta última variante encuentra validez para el caso de los países desarrollados, en que -de acuerdo con la literatura- el imperativo del shareholder value mencionado en la introducción cobra mucho mayor peso. De hecho, Crotty (2002) muestra que las empresas informáticas involucradas en la burbuja bursátil que culminó en 2000, prolongaron su fase ascendente a partir de la adquisición de acciones de otras empresas desvinculadas de sus negocios principales.

Como característica general de esta literatura se distingue su foco principalmente microeconómico: el hecho de explicar la acumulación de activos financieros desde un punto de vista centrado en empresas individualmente consideradas. Es decir, se intentan identificar algunos elementos particulares –el racionamiento crediticio, la maximización del valor de mercado de la firma, la inestabilidad de ciertos escenarios macroeconómicos- que llevan a una empresa a adoptar la financierización como estrategia, frente a otras disponibles. Sin embargo, los datos citados más arriba permiten concluir que se trata de un fenómeno de orden general, que debe encontrar asimismo procesos generales como explicación. Más aún, estos modelos presumen que la financierización constituye una opción para las grandes empresas, que se ve favorecida frente a otras menos atractivas. No obstante, al menos desde un punto de vista conceptual, no parece correcto descartar a priori la hipótesis de que la financierización resulte, por el contrario, de la falta de opciones.

Con todo, es posible extraer de lo visto hasta aquí algunas pautas que guíen el estudio empírico. De algún modo, esto posibilitará evaluar en qué medida las explicaciones brindadas por la teoría se ajustan al comportamiento de las grandes firmas a examinar. Sin embargo, el principal interés en este punto será definir, en función de ellas, una serie de indicadores que permitan apreciar la financierización, sin pretender que éstas variables, que sí le imprimen una forma particular, determinen su existencia. Dicho esto se enumera a continuación los factores más relevantes:

- (1) La financierización puede fluctuar a lo largo del **ciclo**, por lo que es relevante observar como evoluciona con el nivel de actividad y las ganancias obtenidas. A su vez, dos factores pueden afectar la financierización en el ciclo:
  - (a) El incremento en el nivel de actividad requerirá una mayor disponibilidad de fondos para financiar la operatoria. Por lo tanto, será relevante evaluar la evolución del **capital de trabajo**.
  - (b) La mayor actividad puede presionar sobre la capacidad instalada, o inclusive mejorar la rentabilidad de negocios que antes se habían desechado. La **inversión** que se realice requerirá de fondos que podrían sustraerse, entre otras fuentes, de las colocaciones a corto plazo.
- (2) La **evolución del pasivo** es significativa a la hora de evaluar la financierización:
  - (a) Como se ha visto, las empresas racionadas pueden verse forzadas a acumular activos financieros o a reducir sus pasivos.
  - (b) la reducción del pasivo corriente puede mejorar las disponibilidades para el financiamiento de la actividad –aumentar el capital de trabajo-;
  - (c) como afirman los autores consultados para Argentina, el endeudamiento puede aplicarse a la esfera productiva, y adquirir activos financieros con los fondos propios.
- (3) La **inestabilidad** macroeconómica, la incertidumbre asociada al valor de las divisas, o la de ciertos bienes comerciados internacionalmente, puede llevar a las grandes empresas a refugiarse en activos financieros, o cubrirse frente a los **riesgos** acudiendo a derivados financieros.
- (4) Al parecer, las empresas pueden verse atraídas a la acumulación financiera por la combinación de rentabilidad y riesgo ofrecida por este conjunto de colocaciones, frente a las que encuentran en la producción. De modo que se deberían evaluar los **resultados financieros** obtenidos.

## 7. El estudio empírico: la financierización y la inversión durante el ciclo

Como se ha dicho en la introducción, el estudio empírico que se presenta en este trabajo es muy preliminar. No sólo por la precariedad de los datos utilizados –cosa que se comenta abajo-, sino también porque las variables e indicadores construidos no terminan de abarcar todas las aristas que conceptualmente podrían vincularse con la financierización. No se cuenta con una metodología lista para estudiar las evidencias del fenómeno, sino que se pretende definirla a partir de un examen previo, hasta el momento inconcluso.

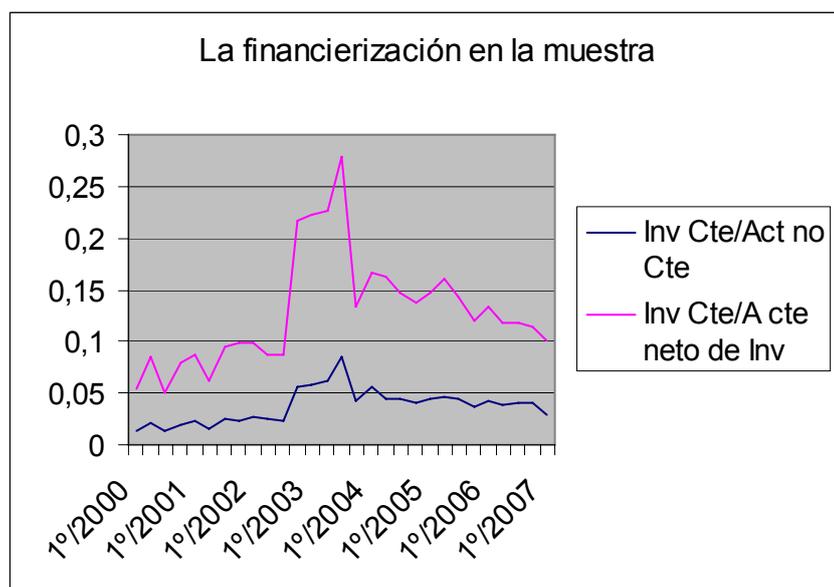
Los datos permiten analizar cómo se han comportado las empresas argentinas en la financierización a lo largo de la fase ascendente del ciclo económico que se inicia en 2002. Dado el carácter parcial de los resultados presentados aquí, sólo se postulará una **hipótesis general** acerca de la evolución de la financierización durante el ciclo, a saber, que el aumento en los ingresos percibido por las grandes empresas beneficiadas en la fase ascendente del ciclo –ya sea que esto se produzca como consecuencia del cambio en los precios relativos generado por la devaluación, o producto del incremento en los niveles de actividad- no es de inmediato aplicado a la financiación de las inversiones y capital de trabajo requeridos, sino que pasa a constituir, al menos momentáneamente, la masa de fondos financierizados; no basta con que se reconstituyan las condiciones de rentabilidad para que las empresas hagan efectivas nuevas inversiones, sino que es preciso que se manifiesten ciertos signos de que dichas condiciones perdurarán durante un tiempo prolongado.

De un modo general, el estudio empírico consiste en el examen de los estados contables trimestrales de las empresas con oferta pública de acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires a lo largo del período que se extiende desde el primer cuatrimestre de 2000 hasta el primer trimestre de 2007. Un listado de las empresas que compusieron la muestra se presenta en el anexo. Esta primera etapa se llevó a cabo en base a los datos suministrados por los balances esquematizados, recurriendo sólo en algunos casos a los balances completos.

La información provista por este tipo de balances deja de lado información que a priori se presume relevante, como la composición de los activos financieros, la proporción de activos nominados en moneda extranjera y los resultados financieros; sin embargo, el examen de sus agregados resulta esclarecedor en cuanto a las tendencias generales en la estructura financiera y los resultados obtenidos por las empresas.

Un ejercicio inicial consistió en la construcción de un balance esquematizado agregado que comprendiera la totalidad de las empresas observadas, para obtener a continuación dos indicadores de la evolución de los activos financieros de corto plazo: (i) **inversiones/activo no corriente**, que se interpreta como la proporción del total

de los activos fijos representada por las colocaciones de corto plazo; (ii) **inversiones/activo corriente neto de inversiones**, que intenta representar la importancia de los activos financieros respecto del capital de trabajo<sup>7</sup>.



Los resultados obtenidos parecen confirmar la hipótesis. Partiendo de un nivel oscilante pero de tendencia horizontal, ambos índices muestran un fuerte salto durante el 2003, para luego descender a niveles que duplican los valores originales. Si tenemos en cuenta que los ajustes y reexpresiones contables por inflación más significativos ya se habían verificado durante los primeros cuatrimestres del 2002, tal salto parece estar evidenciando que el acceso repentino a mayores ganancias se tradujo en una inmediata financierización, que luego fue disminuyendo sin lograr recuperar los niveles iniciales.

Puede pensarse que los niveles alcanzados por el primer ratio son demasiado pequeños para considerarlo un problema en sí mismo (de hecho, salvo en el pico revelado durante 2003, los valores rondan el 2-4%). De todos modos, el análisis agregado no es del todo correcto, puesto que en el mismo se encuentran empresas que también perdieron en el período que siguió a la devaluación. Entre otras cosas, esto hecho podría hacer que los indicadores elegidos subestimen la verdadera financierización de las ganancias obtenidas por las empresas más beneficiadas.

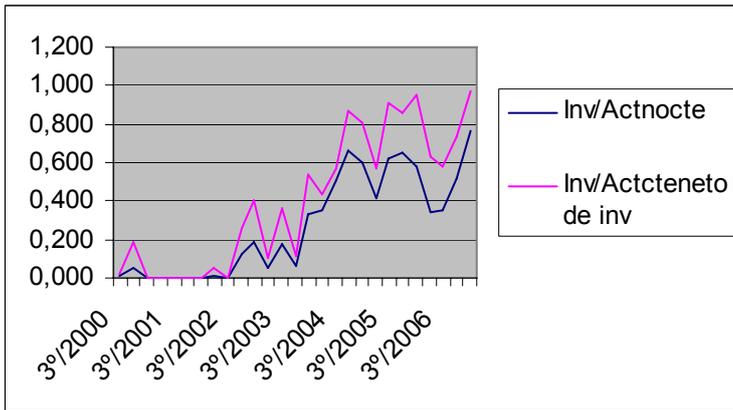
En consecuencia, se optó por continuar el estudio a partir del examen de los casos individualmente considerados. A continuación se exponen los resultados para las tres empresas más involucradas en la financierización: Acindar, Aluar y Siderar. No se pretende que éstas representen el conjunto de las grandes firmas industriales, más bien se exhiben con el propósito de dar cuenta tanto de las magnitudes comprendidas en los **casos más extremos**, como de la diversidad de comportamientos individuales que encierra aquel agregado.

Se presentan dos gráficos para cada una: uno que compara las series de activos financieros de corto plazo con la inversión y el capital de trabajo respectivamente (con los mismos ratios que se utilizaron para el balance agregado), y otro que muestra la evolución de las ganancias ordinarias y el stock de activos financieros, que intenta mostrar en qué medida el flujo de fondos propios generados por la producción es destinado a la financierización. Además de los gráficos, el examen de cada una de las empresas se acompaña de una breve reseña de algunos acontecimientos importantes para la comprender las circunstancias, individuales o globales, en que se da la financierización de cada una.

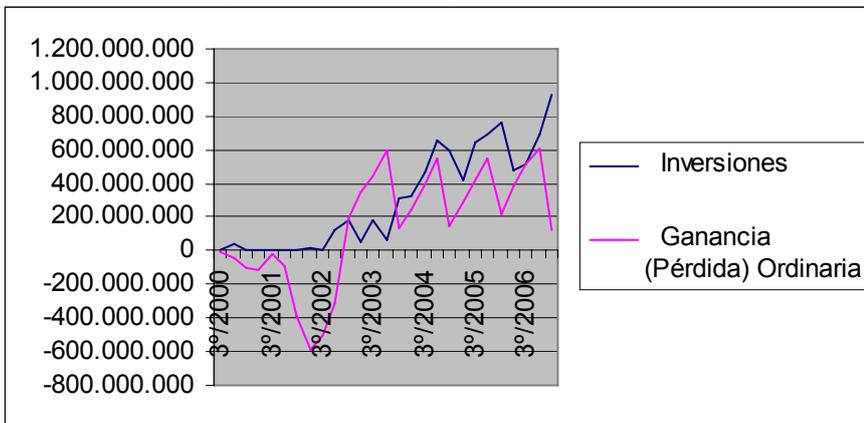
### Acindar

Su actividad principal es la producción de aceros no planos, que son utilizados en la construcción, el agro y la industria. En promedio, la empresa destinó el 20% de sus ventas al exterior, por lo cual se benefició directamente de la devaluación con un aumento en los precios recibidos. En relación al mercado interno, además del ajuste de precios domésticos, se favoreció especialmente a partir de la recuperación de la industria y la construcción privada.

<sup>7</sup> No es esta la única forma de aproximarse al monto de capital de trabajo, de hecho algunos estudios consultados lo calculan como Activo Corriente menos Pasivo Corriente.

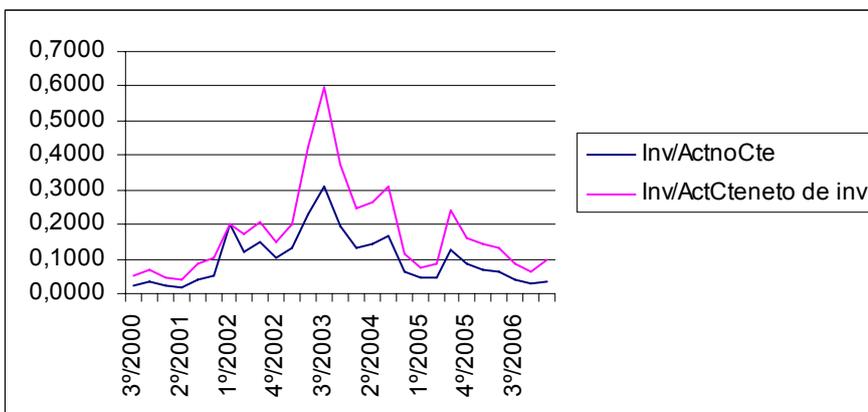


El gráfico muestra un gran salto en los niveles de financierización hacia el tercer trimestre del 2004 – protagonizado por las colocaciones transitorias y los bonos estatales. En ese momento el balance completo de la empresa declara que los resultados operativos habían experimentado un crecimiento del 100%<sup>8</sup>. Asimismo, se anuncian dos cambios de gran importancia en la estructura financiera de la empresa: (i) la justicia aprueba una reestructuración de los pasivos que mejora la liquidez, y permite obtener algunas ganancias de capital (por \$14 millones); (ii) la empresa brasilera Belo-Mineira obtiene el control del 72% del paquete accionario.



## Aluar

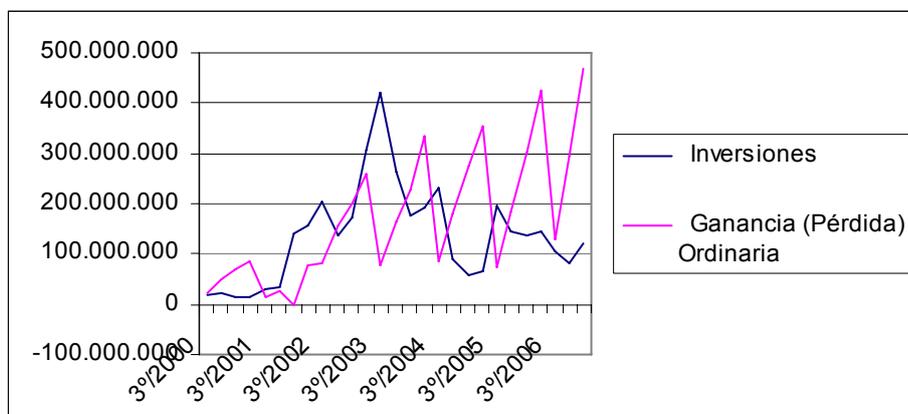
Su principal actividad se encuentra en la producción de aluminio y productos derivados. Aproximadamente el 60% de la producción se exporta y el resto se destina a abastecer la casi totalidad de la demanda interna de productos de aluminio, requeridos en la construcción, el transporte y la industria (packaging). Tanto la devaluación como el crecimiento interno mejoraron los ingresos a disposición de la firma.



Los datos financieros disponibles en su sitio de Internet ([www.aluar.com.ar](http://www.aluar.com.ar)) muestran un notorio incremento en el acceso a fondos propios durante el 2003 (se triplican con respecto al periodo anterior), año en el

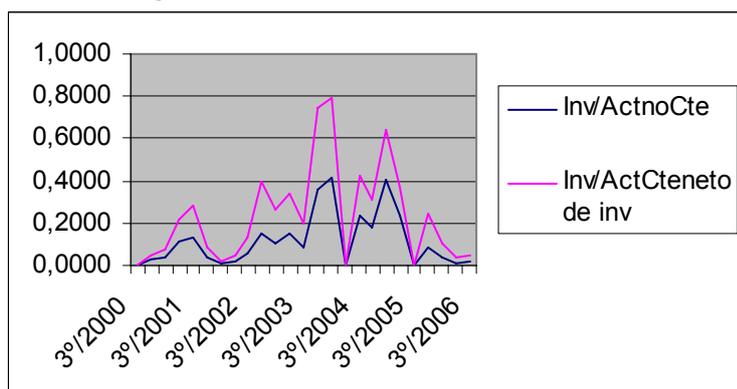
<sup>8</sup> Es muy importante notar que la información sobre las ganancias ordinarias trimestrales disponible en los balances no está anualizada, es decir se publican las ganancias acumuladas desde el inicio del ejercicio hasta el momento en que finaliza el trimestre correspondiente. Esto explica las oscilaciones anuales mostradas en las ganancias ordinarias de las tres empresas. Por ello, lo correcto sería comparar las ganancias correspondientes a igual trimestre de cada año.

que los indicadores analizados muestran un pico similar al que presenta el agregado. El balance completo para el tercer trimestre de 2003 muestra que la mayor participación en las inversiones incrementadas la detentaron las colocaciones en moneda extranjera (bonos públicos extranjeros por 270 millones y otras colocaciones por 140 millones), mientras que el correspondiente al primer trimestre de 2004 muestra que esas mismas inversiones explican la intensidad de la caída de los indicadores, aunque una disminución generalizada entre el resto de los activos financieros (participaciones en otras empresas, préstamos no comerciales) también tuvo lugar.



## Siderar

Siderar es la mayor empresa siderúrgica de Argentina. Sus ventas se destinan tanto a la exportación como a abastecer el mercado interno. Se vio favorecida por la devaluación en lo que respecta a los precios recibidos y a cierta sustitución de la producción siderúrgica; posteriormente, por la recuperación de la actividad, especialmente en la construcción y la industria.



La financierización está constituida principalmente por colocaciones en moneda extranjera (títulos privados). La caída luego del pico alcanzado durante 2003 tiene lugar a la par que Siderar adquiere el control de Hylsamex, otra siderúrgica ubicada en México, y en forma simultánea con la adquisición por parte de Tenaris, de la siderúrgica estadounidense Maverick. Vale aclarar que ambas, Siderar y Tenaris, pertenecen al grupo Techint, y que estos procesos son interpretados en los propios balances, como estrategias de consolidación de la oferta siderúrgica mundial, frente a un potencial exceso de oferta –en buena medida motivado por el incremento en la capacidad instalada en China- que pudiera hacer caer abruptamente el precio internacional del acero.

## 8. Algunos resultados parciales

Podrían enunciarse algunas conclusiones parciales, pese a que el carácter provisorio de los indicadores presentados no avala afirmaciones demasiado categóricas.

Primero, la magnitud de la financierización se presenta de un modo muy desigual entre las grandes empresas analizadas. Basta con observar las diferencias entre los valores de los ratios en el balance agregado y el nivel de los mismos valores entre las empresas más comprometidas. Ello por supuesto no impide obtener conclusiones de orden general, siempre que se retengan los recaudos requeridos al trabajar con el agregado.

Segundo, es evidente –tanto en el agregado como en los casos individuales- que la acumulación de activos financieros cobró una gran intensidad ante el abrupto incremento en el acceso a fondos propios que para las grandes empresas beneficiadas supuso la devaluación. Su reubicación bajo la forma de capital de trabajo o inversión puede darse, pero a un ritmo también disímil entre empresas. En algunos casos las colocaciones

financieras volvieron a caer de inmediato frente al activo corriente y el no corriente, mientras que en otros casos tal reubicación se da en forma parcial y más paulatina.

Tercero, el patrón trimestral observado en el rubro inversiones del activo corriente puede estar revelando un comportamiento estacional en la financierización, posiblemente atado al ciclo anual de cada negocio. Ésta es una posibilidad que deberá explorarse en el futuro.

Cuarto, hay elementos adicionales alrededor de las empresas más financierizadas que denotan problemas de orden más general, de los cuales no podría prescindirse a la hora de comprender el contexto en el que se da la financierización: los procesos de adquisición de las firmas por parte de capitales extranjeros (el caso de Acindar) y la consolidación de la oferta a nivel mundial frente a un potencial exceso de oferta (el caso de Siderar).

## **Bibliografía consultada:**

Acharía, V.; Almeida, H.; Campelo, M, (2005) NBER 11391

Campelo, M.; Weisbach, M. (2002), NBER WP 9253

Bach, P. (1999); Crisis del neoliberalismo o crisis del capitalismo; Estrategia Internacional n° 11/12

Basualdo E. (2006); Estudios de Historia Económica Argentina. Desde Mediados del Siglo XX a la Actualidad. Flacso/Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires.

Basualdo, E.; Kulfas (2000); Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina; Realidad Económica 173, pp 76-103.

Baum, C.; Caglayan, M; Stephan, A.; Talavera, O (2006); Uncertainty Determinants of Corporate Liquidity, mimeo.

Burachik, G (2007); El crecimiento de las grandes empresas. Un abordaje metodológico y una aplicación al caso argentino. Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur.

Copeland, T. - Kooler, T. - Murrin, J.: "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies". John Wiley & Sons. NY.1990. -

Crotty (2000); Structural contradictions of the neoliberal regime; Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst.

Crotty, J. (2002); The effects of increased product market competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Non Financial Corporations in the Neoliberal Era; Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst.

Damill, M; Fanelli, J.; (1988); Decisiones de Cartera y Transferencias de Riqueza en un Período de Inestabilidad Macroeconómica; Documento/CEDES 12

Demir, F (2007); Macroeconomic uncertainty, private investment and financialization of real sectors in Emerging Markets; University of Oklahoma WP 1942

Demir, F (2007); Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited: Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets; University of Oklahoma WP 3081.

Dumenil, G.; Levy, D. (2002); Salida de crisis, amenaza de crisis y nuevo capitalismo (mimeo)

Dumenil, G.; Levy, D. (2004); The Real and Financial Components of Profitability (United States, 1952-2000); Review of Radical Political Economy vol. 36 n° 1

Elosegui, P.; Sotes Paladino, J.; Español, P.; Panigo, D. (2006); Metodologías alternativas para el análisis de las restricciones al financiamiento en Argentina; BCRA DT 2006/1

Epstein, G. (2002); Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy, Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI) University of Massachusetts, Amherst.

Epstein, G. (2005); *Financialization and the world economy*, Edward Elgar Publishing

Froud, J. et al (2002); *Cars Alter Financialization. A Case Study in Financial Under Performance Constraints and Consequences; Competition and Change* (2002) Vol 6 (1) pp. 13-41.

Froud, J. et al (2002); *Financialisation and the coupon pool. Capital & Class* #78

Froud, J. et al (2006); *Financialization and Strategy*, Routledge

Kneeshaw, J. (1995); *A survey on non-financial sector balance sheets in industrialised countries*; Bank for International Settlements, WP 25.

Krippner, G (2005); *The Financialization of the American Economy*; *Socio-Economic Review* (2005) **3**, 173–208

Ortiz, R., Schorr, M.; *La economía política de la hiperinflación*, en *Los Años De Alfonsín ¿El poder de la democracia o la democracia del poder?* Pucciarelli, A. (ed) (2006) Siglo XXI Editores, Buenos Aires.

Sábato J. y Schvarzer J. (1983); "Funcionamiento de la economía y poder político en la Argentina: trabas para la democracia". En Sábato J. (1991); *La Clase Dominante en la Argentina Moderna. Formación y Características*. CISEA/Imago Mundi, Buenos Aires

Schvarzer, J. (1986); *La política económica de*. Martínez de Hoz. Buenos Aires, Hyspamérica.

Serfati, C. (1996), *El papel activo de los grupos predominantemente industriales en la financierización de la economía*, en *La Mundialización Financiera*, Chesnais, F (comp) (1996); Losada, Buenos Aires.

Stockhammer, E. (2002); *Financialization and the slowdown of accumulation. Cambridge Journal of Economics* vol. 28 (5), pp. 719-741

## Anexo. Lista de empresas estudiadas

Acindar S.A.	INSTITUTO ROSENBUSCH S.A.
AGROMETAL S.A.	INTA
Alpargatas	JUAN MINETTI S.A.
Aluar Aluminios Argentinos S.A.	LEDESMA S.A.
AMERICAN PLAST S.A.	LEYDEN S.A.
ANGEL ESTRADA Y CIA. S.A.	LOMA NEGRA COMPAÑIA INDUSTRIAL
ARTE GRAFICO EDITORIAL ARGENTIN	LONGVIE S.A.
BODEGAS ESMERALDA S.A.	MASSUH S.A.
BOLDT S.A.	MASTELLONE HNOS. S.A.
C. DELLA PENNA S.A.	MIRGOR S.A.
CAPEX S.A.	MOLINOS JUAN SEMINO S.A.
CARBOCLOR S. A.	MOLINOS RIO DE LA PLATA S.A.
Carlos Casado	MORGAN S.A.
CELULOSA ARGENTINA S.A.	MORIXE HERMANOS S.A.
CERÁMICA SAN LORENZO S.A.	PAPEL PRENSA S.A.
COLORIN S.A.	PERTRAK S. A.
COMPAÑIA DE ALIMENTOS FARGO S.A	PETROBRAS ENERGIA S.A.
COMPAÑIA INDUSTRIAL CERVECERA S	PETROLERA DEL CONOSUR S.A.
COMPAÑIA INTRODUCTORA DE BUENOS	QUICKFOOD S.A.
DIARIO PERFIL S.A.	RIGOLLEAU S.A.
DOMEC S.A.	S.A. SAN MIGUEL
EDIAR S.A. EDITORA	SANCOR COOPERATIVAS UNIDAS LIMI
EDITORIAL PERFIL S.A.	SCHIARRE S.A.
ELECTROMAC S.A.	Siderar S.A.
FERRUM S.A.	SNIAFA S.A.

FIPLASTO S.A.	SOLVAY INDUPA S.A.
GRAFEX S.A.	TECPETROL
Grimoldi	Tenaris S.A.
HULYTEGO S.A.	YPF S.A.
INDUSTRIAS METALURGICAS PESCARMONA	