

LA DIMENSIÓN INTERNACIONAL DE LA FINANCIERIZACIÓN SUBORDINADA: EL CASO ARGENTINO

Autor: Ignacio Juncos

Fuente: Revista de Economía Política de Buenos Aires, Año 15 Vol 22 (mayo 2021), pp 47-72

Publicado por: Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.

RESUMEN

Al analizar la financierización en países periféricos es necesario tener en cuenta la dimensión internacional del fenómeno, sin embargo esta se encuentra sub analizada en la literatura y ausente en estudios específicos de Argentina. El presente trabajo tiene como objetivo contribuir a cubrir ese vacío en la literatura, aportando evidencia empírica del comportamiento de los flujos internacionales de capital hacia y desde el país desde 1980 hasta la actualidad. Se concluye que Argentina experimenta un proceso de financierización a partir de 1990 y este es moldeado por su inserción subordinada en el sistema financiero internacional.

Palabras clave: financierización subordinada, financierización internacional, flujos de capital.

Ignacio Juncos (2021) LA DIMENSIÓN INTERNACIONAL DE LA FINANCIERIZACIÓN SUBORDINADA: EL CASO ARGENTINO. Revista de Economía Política de Buenos Aires, (22), 47-72. Recuperado a partir de <http://ojs.econ.uba.ar/index.php/REPBA/article/view/2047>



Esta revista está protegida bajo una licencia Creative Commons Attribution-NonCommercialNoDerivatives 4.0 International. Copia de la licencia: <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>.

LA DIMENSIÓN INTERNACIONAL DE LA FINANCIERIZACIÓN SUBORDINADA: EL CASO ARGENTINO

THE INTERNATIONAL DIMENSION OF SUBORDINATE FINANCIALIZATION: THE ARGENTINEAN CASE

Recibido 2/7/2020. Aceptado 01/03/2021

Ignacio Juncos*

RESUMEN

Al analizar la financierización en países periféricos es necesario tener en cuenta la dimensión internacional del fenómeno, sin embargo esta se encuentra sub analizada en la literatura y ausente en estudios específicos de Argentina. El presente trabajo tiene como objetivo contribuir a cubrir ese vacío en la literatura, aportando evidencia empírica del comportamiento de los flujos internacionales de capital hacia y desde el país desde 1980 hasta la actualidad. Se concluye que Argentina experimenta un proceso de financierización a partir de 1990 y este es moldeado por su inserción subordinada en el sistema financiero internacional.

Palabras clave: financierización subordinada, financierización internacional, flujos de capital.

ABSTRACT

In the analysis of financialisation in peripheral countries it is necessary to take into account the international dimension of the phenomenon, however this is under-analyzed in the literature and absent in specific studies in Argentina. The present work aims to contribute to fill this gap in the literature, providing empirical evidence of the behavior of international capital flows to and from the country from 1980 to the present. It is concluded that Argentina has undergone a financialisation process since 1990 and this is shaped by its subordinate insertion in the international financial system.

Key words: subordinated financialisation, international financialisation, capital flows.

* Universidad Nacional de Córdoba (UNC), Facultad de Ciencias Económicas – UNC.

ignaciojuncos94@gmail.com

Códigos JEL: F32, F65, G15

I. Introducción

El estudio del proceso de financierización ha recibido en el último tiempo gran atención por parte de las corrientes de pensamiento económico heterodoxas, e incluso esta sigue en crecimiento. El mayor caudal de literatura está concentrado en estudios a nivel nacional, y esencialmente sobre los países centrales (Estados Unidos y Europa occidental). Esto a pesar de que se ha expuesto reiteradamente en la literatura que la financierización tiene efectos distintos en los países periféricos respecto a los países centrales, y que estas peculiaridades están relacionadas a la inserción subordinada en el sistema financiero internacional que experimentan los primeros.

Por lo tanto, estudios que aborden la dimensión internacional de la financierización desde la perspectiva de la periferia son sumamente necesarios. El presente trabajo tiene como objetivo aportar a cubrir ese vacío en la literatura, particularmente para el caso de Argentina. Aportando evidencia empírica del comportamiento de los flujos internacionales de capital hacia y desde el país, desde 1980 hasta la actualidad.

Para cumplimentar el objetivo se estructura el documento de la siguiente manera:

La siguiente sección presenta una breve revisión teórica sobre la literatura de financierización, haciendo énfasis en aquella que estudia las particularidades de esta en la periferia. De este último subconjunto de literatura destaca el concepto de financierización subordinada, en el cual, cobra particular importancia la dimensión internacional de las finanzas. La sección finaliza con un repaso de los principales trabajos que abordan el caso de Argentina.

La tercera sección se ocupa específicamente de presentar evidencia empírica de la dimensión internacional del proceso de financierización en Argentina. Estudiando diversas aristas de las entradas y salidas de los flujos internacionales de capital, se concluye que Argentina experimenta un proceso de financierización a partir de 1990 que se mantiene en el tiempo. A su vez, el proceso de financierización en Argentina es moldeado por su inserción en el sistema financiero internacional, manifestándose así en un proceso de financierización subordinada.

Por último, en la cuarta sección se presentan las principales conclusio-

nes recogidas a lo largo del trabajo y se mencionan posibles futuras líneas de análisis. Entre ellas, son analizar los efectos que ha tenido la manifestación subordinada de la financierización en Argentina en las principales variables macroeconómicas y estudiar la relación de la dimensión internacional de la financierización subordinada en Argentina con la inserción del país en la internacionalización de la producción.

II. El proceso de financierización

II.1. Los estudios sobre financierización: orígenes y hechos estilizados

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

Si bien el término no tiene una definición única, una de las definiciones más difundidas es la de Epstein (2005) quien define a la financierización como “la importancia creciente de los mercados financieros, motivos financieros, instituciones financieras y elites financieras en el funcionamiento de las economías, tanto a nivel nacional como internacional” (p.3). Desde la corriente marxista Lapavitsas (2014) plantea que las bases de la financiarización están en los cambios estructurales en las relaciones y conductas de los agentes económicos clave: hogares, corporaciones no financieras y bancos.

Tanto la definición de Epstein como las bases identificadas por Lapavitsas son sumamente amplias y abarcan diferentes actores, relaciones y campos relacionados a las finanzas. Esta diversidad está relacionada a que el término fue acuñado por distintas corrientes heterodoxas de la ciencia económica en la década de 1970, en contraposición a la defensa de la liberalización financiera que sostenía la ortodoxia (Chella, Buccella y Bosnic, 2017).

El término financierización no solo no tiene una definición única sino que ha sido estudiado por diversas disciplinas (Ciencia Política, Sociología, Economía, entre otras) y a distintos niveles de análisis (macro, meso y micro). Van Der Zwan (2014) en una revisión del estado del arte, iden-

tifica tres enfoques sobre financierización; un primer enfoque que ve a la financierización como un régimen de acumulación, otro donde el énfasis está puesto dentro de la firma, analizando el mayor poder de los accionistas dentro de ella y por último un grupo de estudios que se ocupan de la “financierización de todos los días”, es decir aquella que afecta la vida cotidiana de la gran mayoría de las personas y los hogares.

En este trabajo interesan principalmente las dos primeras visiones, pero sin embargo es interesante destacar que los tres enfoques:

[C]omparten una preocupación común por la financierización como una transformación estructural del capitalismo contemporáneo. Las finanzas se politizan en este campo: su práctica no es la asignación neutral del capital, sino más bien una expresión de clase, un mecanismo de control o incluso una racionalidad asociada con el capitalismo de fines del siglo XX (Van Der Zwan, 2014, p.102).

Dentro del primero de los enfoques hay una gran variedad de estudios que van desde trabajos de la escuela regulacionista como los de Boyer (2000) y Aglietta (2000) que se preocupan por estudiar el régimen de acumulación posfordista liderado por las finanzas, pasando por autores poskeynesianos como Van Treeck (2007, 2008) y Skott y Rio (2008) interesados en precisar los mecanismos y efectos macroeconómicos del ascenso de las finanzas, hasta enfoques marxistas desde la sociología como los de Kripner (2005) y Arrighi (1994).

Precisamente Kripner (2005), en uno de los trabajos más citados sobre el tema, define a la financierización como “un patrón de acumulación en el que las ganancias se acrecientan principalmente a través de canales financieros en lugar de a través del comercio y la producción de bienes” (p.174). La idea de las finanzas como fuente de beneficios en reemplazo de la producción en las Corporaciones No Financieras (CNF) es central en este enfoque de los estudios de financierización, e incluso es un hallazgo en el que se basan quienes estudian, desde el segundo enfoque aquí nombrado, el proceso de ascenso de la importancia del valor de los accionistas dentro de la firma.

Este segundo enfoque, que parte de la idea de separación de propiedad y el control de las firmas, se centra en la hipótesis de un mayor de poder

de los accionistas dentro de estas como uno de los factores que da inicio al proceso de financierización. Este cambio en el gobierno corporativo de la firma, junto a los mayores rendimientos financieros, conduce a cambios en los objetivos de las CNF tendientes a participar cada vez más en los mercados financieros (Stockhammer, 2004).

Una de las principales preocupaciones en los análisis de financierización, fue dilucidar si este mayor involucramiento de las CNF en el sistema financiero se produjo en detrimento de la inversión productiva de estas. Diversos estudios han analizado los efectos de la financierización empresarial en la reducción de las tasas de crecimiento de los países centrales en las últimas tres décadas del siglo XX. Stockhammer (2004) estima el impacto de la financierización empresarial en las decisiones de inversión para Estados Unidos (EE.UU.), Francia, Alemania y el Reino Unido concluyendo que, a pesar de diferencias entre países, en promedio la financierización parece jugar un papel importante en la reducción de la acumulación entre fines de los 60 y principios de los 90. Por su parte, Orhangazi (2008), a través de un estudio a nivel de firma en EE.UU. para el período 1973-2003, concluye que hay una fuerte evidencia de que la financierización tiene efectos negativos en el comportamiento de inversión, especialmente para las grandes empresas.

En resumen, los estudios que abordan el concepto de financierización son sumamente diversos y han generado (y lo siguen haciendo) un gran caudal de literatura. Sin embargo, a pesar de que se ha identificado que la financierización se manifiesta de manera diferente en los países periféricos, la gran mayoría de los trabajos, principalmente aquellos fundacionales en el campo, se centran en países centrales.

Por esto, antes de introducirse específicamente en el análisis del caso argentino es importante repasar que particularidades adquiere la financierización en países periféricos. De ello se encarga la siguiente sección.

II.2. Financierización en países periféricos

La financierización es un fenómeno que surge en los países centrales y más adelante en el tiempo se traslada a los países periféricos; esta es en gran parte la explicación de por qué la literatura sobre las finanzas capitalistas

y su creciente importancia se centra principalmente en los países centrales. A la hora de analizar cómo se manifiesta el proceso de financierización en los países periféricos (aquí interesan especialmente aquellos de América Latina) surgen algunas peculiaridades propias de la inserción de estas naciones en el sistema mundial.

García Arias (2015) en línea con estudios anteriores (Kripnner, 2012; Streeck, 2014 y Stockhammer, 2012) plantea que el canal central de la transmisión de la financierización hacia la periferia fue la liberalización financiera internacional.

Así, para analizar la financierización en países periféricos emerge una nueva dimensión a tener en cuenta: la dimensión internacional, es decir el estudio de los flujos de capitales y cómo impactan en las economías emergentes. La literatura muchas veces se refiere a la liberalización de la cuenta de capital, los flujos de capital y el tipo de cambio como temas claves para la financierización, por lo tanto estos temas merecen un tratamiento más profundo (Bonnizi, 2013). Montgomerie (2008) también remarca esta importancia cuando plantea que considerar la dimensión internacional del proceso de financierización conlleva a que en el análisis aparezcan relaciones de poder y desigualdad.

Sin embargo, hay una carencia en el estudio de la dimensión internacional en la literatura de financierización. Y cuando esta dimensión es tratada, se la asemeja a la globalización financiera que es entendida simplemente como aumento de los flujos de capital sin tener en cuenta los cambios cualitativos que ha generado la financierización (Bortz y Kaltenbrunner, 2017). Bonizzi, Kaltenbrunner y Powell (2019) sostienen también que la dimensión internacional de las finanzas es más profunda que el simple aumento de la magnitud de flujos de capital, destacando la naturaleza cambiante de estos flujos y la internacionalización de los agentes económicos locales. A su vez plantean que el tratamiento de la internacionalización de las finanzas es aún limitado.

La importancia del abordaje internacional de la financierización en países periféricos se ilustra también en el planteo del término *financierización subordinada* el cual se utiliza para reflejar relaciones imperialistas entre países (Powell, 2013a). Kaltenbrunner y Panceira (2017) utilizan este término

para describir cómo se manifiesta la financierización en los países emergentes, la cual, sostienen, está determinada por la integración de estos países a un sistema monetario y financiero internacional financierizado y estructurado. Esta integración subordinada se revela en el comportamiento de los flujos de capital hacia los países emergentes, particularmente a América Latina, que han aumentado en gran magnitud en el último tiempo pero a su vez han sido marcadamente volátiles y en gran medida esa volatilidad ha sido determinada por movimientos en los mercados financieros internacionales.

La noción de que los flujos de capitales hacia la periferia son particularmente volátiles también es planteada en Bonizzi, Kaltenbrunner y Powell (2019) quienes sostienen que:

[L]a posición subordinada de las ECE en relación con el dinero y los mercados de capitales significa que las entradas de capital son predominantemente a corto plazo, buscando rendimientos financieros en lugar de asumir riesgos productivos. Los resultados son la volatilidad continua, la vulnerabilidad externa y la subordinación a las monedas de las ACE, que a su vez sirven para profundizar aún más la financierización interna (p.4).¹

Powell (2013b), a través del estudio de la financierización en México, también hace referencia a la inserción subordinada de los países de ingresos medios en el sistema financiero internacional y la relaciona a una mayor volatilidad macroeconómica. Por su parte, Levy-Orlik (2012, 2013) también cataloga la financierización en México como subordinada, principalmente a EEUU. Sin embargo, estos tres estudios no abordan explícitamente la dimensión internacional del fenómeno sino que se centran en efectos internos como la configuración de la producción y el comportamiento de las CNF. Medialdea (2010) destaca como una de las singularidades de la financierización en países emergentes que los activos de estas economías ocupan el papel de activos de gran rentabilidad y alto riesgo en la cartera de los inversores internacionales, siendo

¹ *Emerging Capitalist Economies (ECE). Advanced Capitalist Economies (ACE).*

así estos países especialmente afectados por la volatilidad de los flujos internacionales de capital.

Por lo tanto, al analizar la manifestación de la financierización en países periféricos cobra especial importancia tener en cuenta la dimensión internacional del fenómeno, en contraposición a estudios de alcance nacional. Esta dimensión se encuentra prácticamente ausente en la literatura de financierización sobre países centrales y sub considerada en la literatura sobre financierización subordinada, por lo tanto será el eje de análisis para el estudio del caso argentino que se llevará a cabo en la tercera sección.

II.2.a. Estudios previos en Argentina

Se ha constatado que el flujo de capitales hacia los países periféricos, y hacia América Latina en particular, ha crecido sustancialmente en los últimos años. Pasando las entradas totales de capital en las economías emergentes de 200.000 millones de dólares en el 2000 a 1,1 billones de dólares en 2014 (Kaltenbrunner y Paineira, 2017). Esta transformación no ha sido solo cuantitativa sino también cualitativa, virando hacia un aumento relativo de la Inversión Extranjera Directa (IED), aumento de flujos de cartera en relación a los préstamos bancarios, un mayor espectro de inversores con un incremento de la importancia de los inversores institucionales, un mayor involucramiento de los actores económicos locales y un muy marcado incremento de la acumulación de reservas internacionales por parte de los bancos centrales emergentes (Bortz y Kaltenbrunner, 2017).² A pesar de esta evidencia el análisis del aspecto internacional de la financierización ha sido poco analizado como se señaló anteriormente.

Para el caso de Argentina esta carencia es aún más marcada. Los trabajos que se ubican explícitamente dentro de la literatura de financierización y analizan el caso argentino son pocos y los que analizan la dimensión internacional de la misma son aún menos. En los próximos párrafos se hará

² Los autores advierten que el aumento de la IED debe tomarse con cuidado debido a la posible participación de estas en rutas round-tripping y trans-tripping. Para más detalle ver Andreff (2015).

un breve resumen de los estudios más importantes sobre financierización en Argentina.

Dentro de los estudios que se realizan a nivel firma, a pesar de que ninguno de ellos utiliza explícitamente el término financierización, destacan los realizados por Demir (2007, 2009a, 2009b y 2009c), Schorr y Wainer (2018) y Perez Artica, Delbianco y Brufman (2017). El primero analiza datos a nivel de firma entre los años 1990-2003³ y encuentra que el aumento de la volatilidad y la incertidumbre junto con una mayor tasa de retorno en los mercados financieros (ambos procesos consecuencia de la liberalización financiera llevada a cabo durante la década del 90) llevaron a un aumento en la inversión financiera en detrimento de la inversión real en las firmas Argentinas. Los segundos estudian el destino que le otorgan a sus utilidades las 500 compañías no financieras más grandes de Argentina en el período 2003-2015, y concluyen que las empresas adoptan estrategias de financierización al observar que la inversión, si bien tiene una tendencia creciente en el período post crisis de 2001, no se corresponde con los aumentos de rentabilidad, que fueron mucho mayores en el período. Por último, el trabajo de Perez Artica, Delbianco y Brufman, que analiza Argentina en conjunto con otros países de América Latina, estudia la relación entre la inversión y el resultado financiero neto concluyendo que los beneficios derivados del período de bonanza internacional post 2003, no se tradujeron completamente en aumento de capacidad productiva sino también en ahorros excedentes destinados a acumular liquidez, distribuir dividendos, etc.

En estos estudios si bien la dimensión internacional está presente (Demir reconoce que son los flujos de capitales quienes introducen gran parte de la volatilidad en la economía y Schorr y Wainer mencionan la gran participación de las empresas extranjeras en la economía argentina) no es abordada explícitamente.

Luego, ya si dentro de los estudios que se reconocen dentro del campo de la financierización, específicos para Argentina se encuentran algunos trabajos que realizan un análisis a nivel macroeconómico. En pri-

³ El período analizado varía levemente entre los distintos trabajos de Demir pero siempre dentro del rango 1990-2003.

mer lugar Cibils y Allami (2013), quienes analizan la financierización del sector bancario Argentino después de la crisis de 2001 y observan que el mismo continúa financierizado y los patrones de comportamiento son regidos por los grandes bancos internacionales; luego, Chena y Buccella (2019) quienes examinan a partir de la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky (1992) como a través de la valorización financiera en Argentina se pasa de una situación de fase cubierta a un esquema de Ponzi entre 2006 y 2015; el trabajo de Marcó del Pont y Todesca Boco (2019) sostiene que en Argentina durante los 70s y los 90s se pudo ver el efecto de la financierización de una economía pequeña que se integra pasivamente al mundo, esto es convertirse en un espacio de valorización financiera del capital internacional que se aprovecha del diferencial de tasa de interés. Por último, Karwoski y Stockhammer (2017) quienes realizan un estudio comparando distintas medidas de financierización entre países emergentes, encuentran que en Argentina las entradas de flujos financieros alcanzan niveles significativos respecto al resto de los países comparados. A diferencia de otros indicadores como la deuda de las CNF y de los hogares que son relativamente bajos.

Los estudios que abordan la financierización en Argentina descriptos en los párrafos anteriores tienen en común dos aspectos; por un lado en todos de una u otra manera se hace referencia a factores internacionales (empresas o bancos internacionales, capital internacional, entre otros), sin embargo, ninguno de ellos analiza específicamente el carácter internacional de la manifestación de la financierización en Argentina. Marcó del Pont y Todesca Boco (2019) son quienes más tienen en cuenta esta dimensión pero su trabajo no presenta datos empíricos.

La próxima sección del presente trabajo intenta aportar a empezar a llenar este vacío en la literatura. Se presentará como se manifiesta el proceso de financierización en Argentina haciendo énfasis en la dimensión internacional del fenómeno, es decir el tremendo aumento de los mercados financieros internacionales, su naturaleza cambiante y la integración cambiante y subordinada de las economías capitalistas emergentes en ellos (Bonizzi, Kaltenbrunner y Powell, 2019).

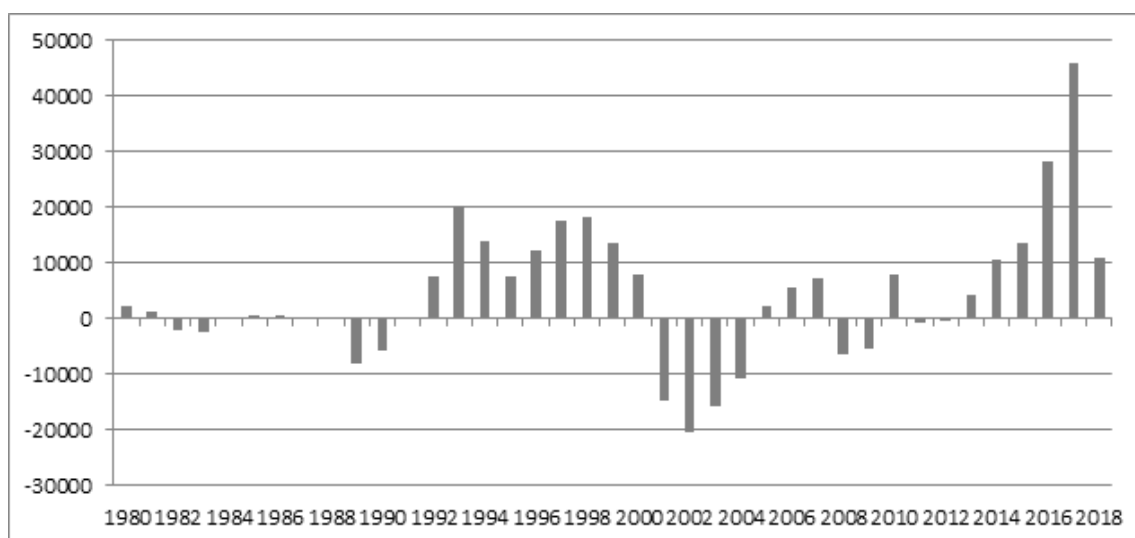
III. La dimensión internacional de la financierización en Argentina

En la presente sección se presentan una serie de indicadores para analizar la manifestación subordinada de la financierización en Argentina. Se comienza evidenciando el aumento en la magnitud de los capitales en Argentina, tanto en forma de entradas de capital como el mercado de capitales local como así también los cambios en su naturaleza; luego se procede a comprobar la elevada volatilidad relativa que presentan los flujos de capitales hacia Argentina y como estos a su vez están influenciados por las condiciones financieras internacionales.

III.1. Los 90 y el boom de las finanzas

La cuenta financiera de la balanza de pagos (BP) es una manera clara de analizar los flujos de capital desde y hacia un país, la figura 1 presenta el balance de la cuenta financiera, en millones de dólares estadounidenses (USD), para Argentina en el período 1980-2018.

Figura 1: Balance cuenta financiera de Argentina (en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

Lo primero a destacar, y lo que interesa en este apartado, es como la magnitud de los flujos de capitales crece a partir de inicio de la década de 1990. A pesar de que, durante el período 2005-2014 el tamaño de los flujos de capital disminuye, sigue siendo superior al de los años previos a 1990,

para luego volver a crecer a partir de 2015. Este hallazgo lleva a plantear la hipótesis de que la dimensión internacional del proceso de financierización comienza a manifestarse marcadamente en Argentina desde los primeros años de la década de 1990.⁴

La medida anterior si bien muestra la creciente magnitud de los flujos de capital puede estar subestimando los mismos, ya que al presentar el balance de la cuenta financiera se están tomando en cuenta flujos netos. Por esto en la figura 2, se presenta el promedio por década de la suma de los valores absolutos de los componentes de la cuenta financiera⁵; en esta medida se suman tanto débitos como créditos para poder observar los movimientos brutos de capital y se utilizan los valores absolutos porque lo que interesa en este momento es ver la magnitud de los flujos de capital más que la dirección de los mismos.

Tabla 1: Promedio de la suma de valores absolutos de los componentes de la cuenta financiera Argentina (en millones de USD)

Período	Valor promedio
1980-1989	3496
1990-1999	29468 ⁶
2000-2009	22350
2010-2018	42578

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

⁴ Sin embargo, es importante aclarar que utilizando otros indicadores o enfoques se puede situar el inicio del proceso de financierización a partir de mediados de la década de 1970, luego de la caída del acuerdo de Bretton Woods y el avance de políticas de liberalización a nivel mundial. Particularmente, a partir de 1976 se observa en Argentina no solo una gran rentabilidad del sector bancario y financiero sino principalmente de la renta financiera que obtuvieron los oligopolios líderes en el resto de los sectores económicos. (Basualdo, Manzanelli y Calvo, 2020).

⁵ Se toma valor absoluto y luego se suman los valores correspondientes a Inversión Extranjera Directa, Inversión en Cartera y Otras Inversiones (tanto aquellas realizadas en el exterior por residentes argentinos como aquellas efectuadas en el país por residentes extranjeros).

⁶ Dentro de los valores para la década de 1990 están incluidos los ingresos por privatizaciones, los cuales se estiman entre 17.000 y 25.0000 millones de dólares (Azpiazu y Schorr, 2001).

El promedio de la década de 1990 es más de 8 veces el de la década inmediata anterior, y a partir de ese momento, a pesar de sus vaivenes, el tamaño de los movimientos de flujos de capital desde o hacia Argentina es siempre ampliamente superior al de la década de 1980. La medida del valor absoluto de la cuenta financiera permite entonces afirmar la noción de que los flujos de capitales en Argentina experimentaron un fuerte aumento en su magnitud a partir de 1990.

Otra manera de observar la importancia de las finanzas en una economía es ver el mercado de capital local, en la figura 3 se presenta el promedio por década de los valores anuales de la capitalización de empresas nacionales que cotizan en bolsa como porcentaje del Producto Interno Bruto (% PIB).

Tabla 2: Promedio de capitalización de empresas nacionales que cotizan en bolsa Argentina (en % PIB)

Período	Valor promedio
1980-1989	2,21%
1990-1999	13,96%
2000-2009	18,82%
2010-2018	10,27%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Mundial.

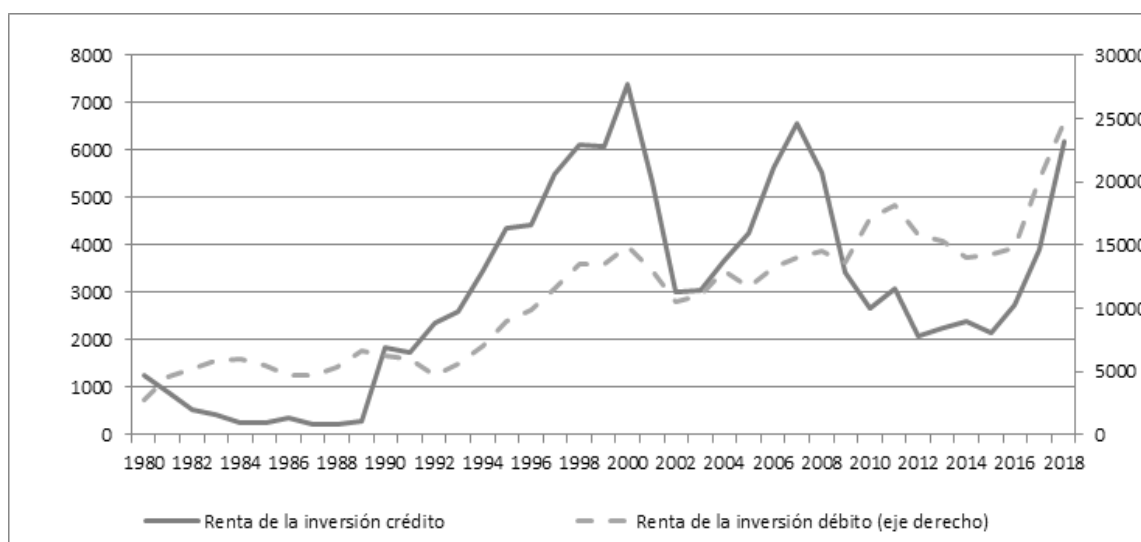
Comparado con otras economías, incluso con países latinoamericanos (en 2018 este indicador fue del 49% en Brasil, 32% en México y el promedio en América Latina y el Caribe fue del 40%, mientras que en Argentina alcanzó el 8,85%), el mercado de capitales en Argentina es chico en comparación al tamaño de su economía. Sin embargo, el comportamiento a lo largo del tiempo de esta relación confirma la tendencia observada en la cuenta financiera de que hay un ascenso en la importancia de las finanzas en Argentina desde la década de 1990 y que ese ascenso se mantiene en valores superiores a los de la década de 1980 de ahí en adelante.

Hasta aquí, en este apartado se ha demostrado que la magnitud de los flujos de capitales desde o hacia Argentina ha aumentado fuertemente

desde la década de 1990, como así la importancia del mercado de capitales local. En lo que resta de la sección, se procederá a mostrar que los flujos de capital también han presentado cambios cualitativos en este período, centrándose principalmente en dos aspectos: La internacionalización de los agentes económicos claves (CNF y entidades bancarias en este caso) y la composición de las entradas de capital en Argentina.

Para observar los cambios cualitativos en los flujos de capital, es necesario adentrarse más en detalle en los componentes de las cuentas internacionales. En primer lugar, para analizar la internacionalización de los actores económicos locales y la penetración en la economía local de agentes económicos internacionales, es interesante observar el comportamiento de los beneficios que obtienen las CNF y las entidades bancarias locales (extranjeras) en el exterior (economía local). En la figura 4 se muestra el componente Renta de la Inversión,⁷ tanto del lado del crédito como del débito, de la Cuenta Corriente (CC) de la BP.

Figura 2: Renta de la inversión (en millones de USD)⁸



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

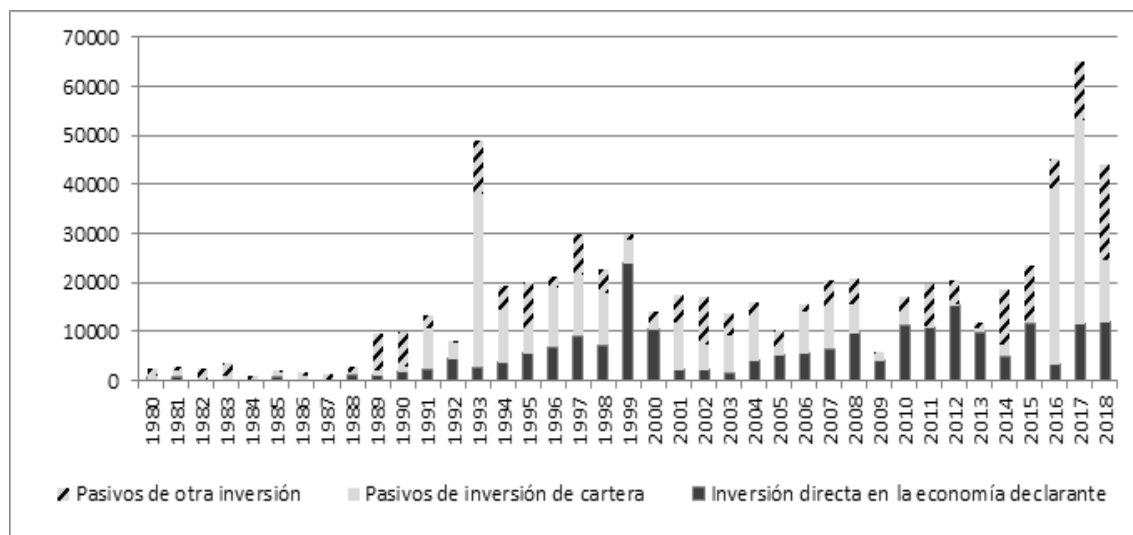
⁷ La Renta de la Inversión comprende ingresos y pagos de la renta derivados, respectivamente, de las tenencias de activos financieros de residentes frente al exterior (crédito) y de pasivos frente a no residentes (débito). Se divide en renta de la inversión directa, renta de la inversión de cartera y renta de otra inversión.
⁸ Para el año 1993 los valores de renta de la inversión incluyen también las remuneraciones a empleados, sin embargo esto no causa problemas dado que en toda la serie la remuneración a empleados representa menos del 1% de la renta.

En consonancia con la tendencia de los flujos de capital y el mercado de capital local, la renta de la inversión experimenta un marcado ascenso a partir de la década de 1990. Se destaca también que la renta de la inversión de empresas y entidades financieras argentinas en el exterior (crédito) es mucho más volátil con fuertes caídas en momentos de crisis (por ejemplo, en 2001 donde hay una crisis local y también en momentos crisis internacional como 2008-2009), y muestra fuertes crecimientos en los períodos en que Argentina adopta políticas tendientes a una mayor desregulación de las entradas y salidas de capital (90s y 2015-2019). Dando cuenta de que en esos períodos se produce una mayor internacionalización de los agentes locales. Por su parte, la renta que fluye hacia el exterior por parte de empresas y bancos internacionales operando en Argentina (débito) no sufre vaivenes tan abruptos en momentos de crisis económica, pero sí aumentan fuertemente en los dos períodos de desregulación externa mencionados. A pesar de sus vaivenes, la renta hacia el exterior de los agentes económicos internacionales operando en la economía local exhibe una tendencia creciente a partir de 1992, mostrando una, cada vez mayor, penetración extranjera en la economía local.

El otro punto a analizar es la transformación en la composición de los flujos de capital que fluyen hacia Argentina. Se vuelve a tomar como fuente la cuenta financiera, pero ahora se centra el análisis en observar cómo han ido variando los principales componentes de esta. La figura 5 muestra la evolución de los pasivos externos de la cuenta financiera en Argentina, distinguiendo entre inversión directa, inversión de cartera y otras inversiones.⁹

⁹ Es importante aclarar que es probable que la inversión de cartera se esté subestimando debido a que en las estadísticas de balanza de pagos se considera inversión directa cuando un inversionista directo posee participaciones de capital que le confieren un poder de voto del 10% o más en la empresa de inversión directa.

Figura 3: Composición de los pasivos externos por categoría funcional (en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

A partir de la década de 1990, conjuntamente con un aumento en su magnitud, las entradas de capital en Argentina cambiaron en su composición. Se destaca un aumento de la importancia de la inversión en cartera que, a pesar de su volatilidad, es el componente de mayor tamaño de la cuenta financiera en numerosos años, (como los comprendidos entre 1991-1998 y 2016-2018). Estos períodos coinciden con los anteriormente identificados como aquellos donde se produjo una mayor internacionalización de las CNF y las entidades bancarias.

En suma, en Argentina, al menos en su dimensión internacional, el proceso de financierización se manifiesta desde inicios de la década de 1990, y en todo el período 1990-2018 los indicadores dan cuenta de un mayor grado de penetración de las finanzas en la economía respecto a la década de 1980. La financierización se plasmó, no solo en un aumento del volumen de flujos de capital internacional, sino también en la internacionalización de la economía doméstica (un aumento de la importancia tanto de agentes económicos locales operando en el exterior como de agentes económicos internacionales operando en el país) y en un cambio en la composición, hacia una mayor complejización, de los pasivos externos. A su vez, el análisis presenta indicios de que la financierización se profundiza en períodos ca-

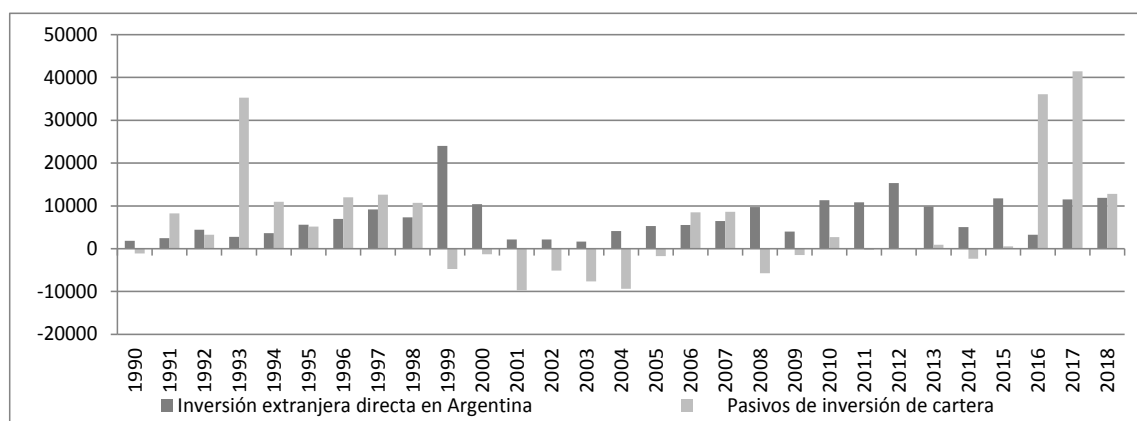
racterizados por políticas tendientes a una mayor desregulación financiera en el país (como lo son 1990-1999 y 2015-2018).

III.2 Naturaleza volátil de los flujos de capital

En esta sección el eje de análisis será el estudio de la volatilidad de las entradas de capital en Argentina. Una de las consecuencias esperables, por su carácter de subordinada, de la inserción argentina en el sistema financiero internacional es que los flujos de capital hacia el país se caractericen por ser especulativos y de corto plazo, y por lo tanto, volátiles.

En la sección anterior se evidenció que, principalmente en años de mayor liberalización financiera, la inversión de cartera ha ganado preponderancia en las entradas de capital en Argentina. Es importante destacar que la inversión de cartera tiene, por definición, un mayor carácter especulativo y de corto plazo que la IED. En consecuencia, este apartado analiza si efectivamente los pasivos de inversión de cartera han sido más volátiles que aquellos correspondientes a IED. La figura 4 y la tabla 3 comparan la evolución de los pasivos de inversión de cartera con la IED en Argentina entre los años 1990-2018. Se selecciona este período debido a que es en el cual se identificó que la dimensión internacional de la financierización se manifiesta más marcadamente en Argentina.

**Figura 4: IED e Inversión de Cartera en Argentina
(en millones de USD)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

Tabla 3: Desviación estándar muestral de los flujos de inversión

Período	IED	Inv. de Cartera
1990-2018	4960	12931
1990-1999	6244	10766
2003-2015	3960	5330

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

Al analizar el comportamiento de los flujos de inversión, lo primero a notar es como los flujos del pasivo de inversión de cartera se han revertido en varios períodos, es decir que significaron salidas de capital, al mismo tiempo resalta que esta reversión no sucede en el caso de la IED. Este hecho da un primer indicio de la mayor volatilidad que presenta la inversión en cartera.

Para precisar más esta primera señal, la desviación estándar, presentada en la tabla 3, evidencia la mayor volatilidad de las entradas de capital en forma de inversión en cartera y permite a su vez observar que esta mayor volatilidad en la inversión de cartera se mantiene incluso para períodos como 2003-2015 donde la volatilidad de ambos flujos de inversión disminuye.¹⁰ Por último, es importante destacar que incluso la IED incrementa su volatilidad en períodos de liberalización financiera, esto lo evidencia que el mayor valor de la desviación estándar de la misma ocurre en el período 1990-1999.¹¹

Otro hecho que resalta de concebir a la integración financiera internacional de argentina como un proceso de financierización subordinada, es que el comportamiento de los flujos de capital hacia el país está en gran parte determinado por las condiciones del mercado financiero internacional más que por el desempeño macroeconómico propio del país.

10 El primer período hace el corte en el año 1999 para no excluir valores atípicos que son fuertemente afectados por la crisis de la economía argentina en el período 2000-2002. Mientras que el segundo período finaliza en 2015 porque a partir de este momento hay un salto en la volatilidad debido a un cambio en las políticas de regulación del frente externo. Sin embargo, en caso de incluir estos años la evidencia es aún más clara respecto de la mayor volatilidad de los pasivos de cartera.

11 La conclusión es la misma si se corrige por el valor promedio de cada serie, mediante el coeficiente de variación.

Para analizar este último punto y a modo de finalizar la sección, se presentará la situación de Argentina en perspectiva comparada. A partir de los datos del Tesoro de Estados Unidos, se presentan las tenencias mensuales, a valor de mercado, de acciones de empresas locales en manos de residentes en EE.UU.¹² desde enero de 2012 hasta diciembre de 2019.¹³ Se comparan los montos para Argentina con los del global de Latinoamérica (Figura 5) y de la Unión Europea (Figura 6).

Figura 5: Acciones de empresas locales en manos de residentes en EE.UU. (en millones de USD)

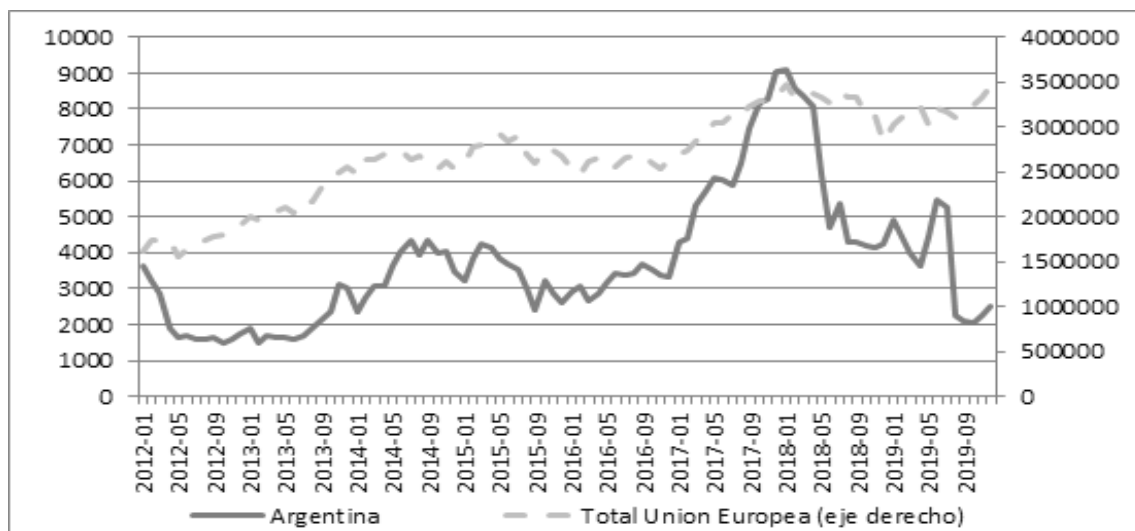


Fuente: Elaboración propia en base a datos del tesoro de Estados Unidos.

¹² Si bien esta fuente de datos solo tiene en cuenta las transacciones realizadas por residentes en EE.UU., es de suma utilidad al contar con datos de frecuencia mensual que permite ver mejor la volatilidad de las transacciones. Se considera que, dado el tamaño de la economía de EE.UU., es una buena aproximación de lo que sucede con el total de las transacciones con agentes económicos en el extranjero.

¹³ El período seleccionado es el máximo posible de acuerdo a la disponibilidad de datos.

Figura 6: Acciones de empresas locales en manos de residentes en EE.UU. (en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del tesoro de Estados Unidos.

Al comparar las tenencias de acciones de empresas argentinas con el total de Latinoamérica, se observan tendencias similares, principalmente desde 2012 hasta finales del 2016. A partir de ese momento el valor de las acciones argentinas en manos de residentes de EE.UU., aún sin apartarse totalmente de la tendencia a nivel Latinoamérica, presenta mayor magnitud en sus picos y caídas dando cuenta en un aumento en su volatilidad. En cambio, al comparar las tenencias de residentes estadounidenses de acciones de firmas argentinas con las del total de los países de la Unión Europea, la diferencia es clara. Para el conglomerado de países europeos se presenta una tendencia al alza que se mantiene en todo el período y las variaciones son leves en comparación a las de Argentina e incluso a las del conjunto de Latinoamérica.

Es importante aclarar que, al estar las acciones valuadas a precios de mercado los cambios en su valor no implican necesariamente una adquisición (desprendimiento) de acciones de empresas argentinas por parte de los residentes estadounidenses. Los vaivenes en el monto de las tenencias pueden estar explicados por aumentos (caídas) del precio de las acciones. Sin embargo se evidencia que esto sucede no solo a nivel de Argentina, sino a nivel regional, y que incluso difiere claramente entre una región

periférica (Latinoamérica) y una central (Unión Europea). Esto muestra que las variaciones en el monto de las tenencias, más allá de que se deban a variaciones en el valor de mercado de las firmas o en la cantidad nominal de acciones en manos de estadounidenses, son consecuencia de cambios en las condiciones del mercado internacional de capital a los que las economías periféricas están más expuestas. Sin embargo, esto no significa que las condiciones específicas de cada país sean inocuas, de hecho, se observa como en Argentina los vaivenes son más amplios y abruptos en los años 2016-2019 los cuales representan el período de mayor liberalización financiera de los analizados en las últimas dos figuras.

En suma, la presente sección contribuyó a confirmar la hipótesis de que las entradas de cartera han tenido un comportamiento más volátil que aquellas entradas de capital correspondientes a IED. Al mismo tiempo, se validó, a través del análisis de tenencias de acciones de empresas, la presunción de que el comportamiento de los flujos de capital hacia Argentina es similar (alta volatilidad) al de los flujos hacia otros países periféricos y difiere del comportamiento de estos flujos hacia países centrales (sin quiebres de tendencia y baja volatilidad). Esto da un indicio de que son las condiciones del mercado internacional las que en gran parte determinan la dirección de los flujos de capital hacia los países periféricos. Sin embargo, también se observó que tanto los pasivos de inversión de cartera, como las tenencias de acciones de firmas argentinas, aumentan su volatilidad en los años de mayor liberalización financiera dentro de los períodos analizados, por lo tanto el grado de regulación de las cuentas externas de cada país no es inocuo.

IV. Conclusiones

La inserción de los países periféricos en el sistema financiero internacional moldea el modo en que se manifiesta la financierización. Particularmente, el insertarse de manera subordinada en un sistema monetario y financiero internacional jerarquizado, genera que los flujos de capitales hacia países periféricos sean especialmente volátiles. Por lo tanto, el análisis de la dimensión internacional de la financierización es de singular importancia al analizar los efectos de la financierización en la periferia, sin embargo, esta se encuentra subanalizada en la literatura.

Diversos estudios consideran la financierización como un proceso que se ha manifestado en Argentina y que tiene importantes consecuencias en el país, como son una posible disociación entre inversión y beneficios, un aumento de la importancia de la valorización financiera que apareja una mayor inestabilidad, entre otras. Sin embargo, ningún estudio ha abordado específicamente el estudio de la dimensión internacional de la financierización en Argentina, entendida como el análisis de los flujos de capitales desde y hacia el país.

La dimensión internacional de la financierización en Argentina se manifiesta desde inicios de la década de 1990. A partir de este período se produce en Argentina un boom en la magnitud de los flujos internacionales de capital hacia y desde el país. Este boom se observa también en un crecimiento en la importancia del mercado de capital local respecto al tamaño de la economía. El ascenso de las finanzas se mantiene en el tiempo, y se observa también en aspectos cualitativos. Se produce una mayor internacionalización de la renta de los agentes económicos locales y de la penetración de la renta de agentes internacionales en la economía local. A su vez también hay un aumento en la importancia de la inversión de cartera entre los pasivos de la cuenta financiera.

Por último, es importante destacar que el proceso de financierización en Argentina es moldeado por su inserción en el sistema financiero internacional, manifestándose así en un proceso de financierización subordinada. Esto se plasma en el comportamiento de los flujos de capital hacia Argentina, que se caracterizan por ser de naturaleza especulativa, volátiles y estar en gran parte determinados por las condiciones del mercado financiero internacional. Este último punto no conlleva el hecho de que las políticas domésticas de regulación externa sean inocuas, de hecho, las características y consecuencias de la financierización subordinada en Argentina se exacerban en períodos donde se avanzó en políticas de desregulación financiera.

Por último, del presente trabajo se desprenden distintas líneas de análisis que merecen mayor investigación. Por un lado, analizar los efectos que ha tenido la manifestación de la financierización subordinada en Argentina en las principales variables macroeconómicas (formación bruta de capi-

tal, tipo de cambio, tasa de interés, entre otras). Prestando particular atención a la volatilidad introducida por los flujos de capital, y sus posibles efectos sobre la inestabilidad macroeconómica lo cual es un tema central en el análisis de la realidad económica Argentina¹⁴. En este sentido, relacionar la literatura de financierización internacional, con los estudios que analizan los efectos de las regulaciones a las entradas y salidas de capital en economías emergentes¹⁵ puede ser sumamente fructífero. Por otro lado, estudiar la relación de la dimensión internacional de la financierización subordinada en Argentina con la inserción del país en la internacionalización de la producción,¹⁶ como así también, su vínculo con las estrategias de financierización de las CNF argentinas.

14 Argentina tuvo en 2019 la tercera tasa de inflación más alta del mundo, y desde 1991 el peso argentino se ha depreciado casi un 10000%.

15 Ver Bastourre y Zealla (2017).

16 Es decir, su posición en las Cadenas Globales de Valor o Redes Globales de Producción.

Referencias bibliográficas

- Andreff, W. (2015), "Outward Foreign Direct Investment from BRIC Countries: Comparing Strategies of Brazilian, Russian, Indian and Chinese Multinational Companies" en *The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 12, Nro. 2, pp. 79-131.
- Aglietta, M. (2000), "Shareholder value and corporate governance: some tricky questions" en *Economy and Society*, Vol. 29, Nro. 1, pp. 146-159.
- Arrighi, G. (1994) *The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times*, Verso, New York, Verso, 1994.
- Azpiazu, D y Schorr, M. (2001), "Privatizaciones, rentas de privilegio, subordinación estatal y acumulación del capital en la Argentina contemporánea" Instituto de Estudios y Formación CTA. Disponible en: http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/argentina/flacso/no3_PrivatizacionesArgentinas90CTA.pdf
- Basualdo, E. M., Manzanelli, P. y Calvo, D. (2020) "los grupos económicos locales durante el siglo XX y las dos primeras décadas del siglo XXI" en Área de economía y tecnología: documento de trabajo n°26, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, Buenos Aires, disponible en: https://www.flacso.org.ar/wp-content/uploads/2020/09/DT26_FLACSO-AEyT_Grupos-economicos.pdf.
- Bastourre, D. y Zeolla, N. (2017), "Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo. Evolución reciente y perspectivas en América Latina" en *Estudios y perspectivas*, Nro. 52, CEPAL, Santiago, disponible en: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/41410/1/S1601133_es.pdf.
- Bonizzi, B. (2013), "Financialization in developing and emerging countries: a survey" en *International Journal of Political Economy*, Vol. 42, Nro. 4, pp. 83-107.
- Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A. y Powell, J. (2019), "Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies" en *Greenwich papers in political economy*, Nro. 69, Greenwich Political Economy Research Centre, Londres. Disponible en: https://www.researchgate.net/publication/331487906_Subordinate_Financialization_in_Emerging_Capitalist_Economies
- Bortz, P. G., y Kaltenbrunner, A. (2017), "The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies" en *Development and Change*, Vol. 49, Nro.2, pp. 375-393.
- Boyer, R. (2000), "Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis" en *Economy and Society*, Vol. 29, Nro.1, pp. 111-145.
- Cibils, A. y Allami, C. (2013), "Financialisation vs. Development finance: The case of the post-crisis argentine banking system" en *Revue de la regulation [en línea]*, Vol 13, Nro. 1, Disponible en: <http://journals.openedition.org/regulation/10136>.
- Chena, P., Buccella, M. E., y Bosnic, C. (2017). "Efectos de la financierización en el cambio tecnológico en América Latina" en Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S, (Eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina*, Santiago, CEPAL.
- Demir, F. (2007), "The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries" en *Review of Radical Political Economics*, Vol. 39, Nro. 3, pp. 351-359.
-

-
- Demir, F. (2009a), "Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets" en *Journal of Development Economics*, Vol. 88, Nro. 2, pp. 314-324.
- Demir, F. (2009b), "Volatility of Short-term Capital Flows and Private Investment in Emerging Markets" en *The Journal of Development Studies*, Vol. 45, Nro. 5, pp. 672-692.
- Demir (2009c), "Macroeconomic uncertainty and private investment in Argentina, Mexico and Turkey" en *Applied Economics Letters*, Vol. 16, Nro.6, pp. 567-571.
- Epstein G.A. (2005), "Introduction: Financialization and the World Economy" en Epstein, G.A. (Ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2005.
- García-Arias, J. (2015), "International Financialization and the Systemic Approach to International Financing for Development" en *Global Policy*, Vol. 6, Nro. 1, pp. 24-33.
- Karwoski, E. y Stockhammer, E. (2017), "Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies" en *Economic and Political Studies*, Vol. 5, Nro. 1, pp. 60-86.
- Kaltenbrunner, A., y Paineira, J. P. (2017), "Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada" en Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S, (Eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina*, Santiago, CEPAL.
- Krippner, G. (2005), "The Financialization of the American Economy" en *Socio-Economic Review*, Vol. 3, Nro.2, pp. 173-208.
- Krippner, G. R. (2012), *Capitalizing on Crisis: the Political Origins of the Rise of Finance*, Harvard University Press, Cambridge, 2012.
- Lapavistas, C. (2014), *Profiting without producing: How Finance exploit us all*, Verso, Londres, 2014.
- Levy-Orlik, N. (2012) "Effects of financialization on the structure of production and nonfinancial private enterprises: the case of Mexico" en *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 35, Nro. 2, pp. 235-254.
- Levy-Orlik N. (2013), "Financialization and Economic Growth in Developing Countries: The Case of the Mexican Economy" en *International Journal of Political Economy*, Vol. 42, Nro. 4, pp. 108-127.
- Marcó del Pont, M. y Todesca Bocco, C. (2019). "Límites al desarrollo nacional en un contexto global de financierización: notas sobre el caso argentino", en Chena P. I. y Biscay P. M. (Eds.), *El imperio de las finanzas deuda y desigualdad*, Miño y Dávila Editores, Ciudad de Autónoma de Buenos Aires, 2019.
- Medialdea, B. (2010), "Subdesarrollo, capital extranjero y financierización: la trampa financiera de la economía brasileña", *Tesis doctoral*, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, disponible en: <http://eprints.ucm.es/10632/> .
- Minsky, H. P. (1992), "The Financial Instability Hypothesis" en The Jerome Levy Economics Institute Working Paper, Nro. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Nueva York, disponible en: <https://ssrn.com/abstract=161024> .
-

- Montgomerie, J. (2008), "Bridging the critical divide: global finance, financialisation and contemporary capitalism" en *Contemporary Politics*, Vol. 14, Nro. 3, pp. 233-252.
- Orhangazi, O. (2008), "Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003" en *Cambridge journal of economics*, Vol. 32, Nro. 6, pp. 863-886.
- Perez Artica, R., Delbianco, F. y Brufman, L. (2017), "El ahorro y la inversión corporativos en América Latina. Una indagación a nivel firma." en *Cuadernos de Economía*, Vol. 36, Nro.71, pp. 571-600.
- Powell, J. (2013a) "Subordinate financialisation: a study of Mexico and its nonfinancial corporations", *Tesis doctoral*, SOAS Universidad de Londres, Londres, disponible en: <https://core.ac.uk/reader/19090664> .
- Powell, J. (2013b) "El sub-financiamiento y la financiarización en México: ¿paradoja mexicana o una parábola de economías con ingreso medio?" en N. Levy y T. López (eds.), *Financiarización y modelo de acumulación. Aportes desde los países en desarrollo*, UNAM, Ciudad de México.
- Skott, P. y Rio, S. (2008), "Macroeconomic implications of financialisation" en *Cambridge Journal of Economics*, Vol.32, Nro. 6, pp. 827-862.
- Schorr, M. y Wainer, A. (2018), "La financiarización del capital. Estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos", Futuro Anterior Ediciones, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 2018.
- Stockhammer, E. (2004), "Financialisation and the slowdown of accumulation" en *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 28, Nro. 5, pp. 719-741.
- Stockhammer, E. (2012), "Financialization, Income Distribution and the Crisis" en *Investigación Económica*, Vol. 71, Nro. 279, pp. 39–70.
- Streeck, W. (2014), "Buying time: The delayed crisis of democratic capitalism", Verso Books, New York, 2014.
- Van der Zwan, N. (2014), "Making sense of financialization" en *Socio-economic Review*, Vol. 12, Nro.1, pp. 99-129.
- Van Treeck, T. (2007), "A synthetic, stock–flow consistent macroeconomic model of 'financialisation'" en *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, Nro. 3, pp. 467-493.
- Van Treeck, T. (2008), "The political economy debate on 'financialisation' – a macroeconomic perspective" en *IMK Working Paper* Nro. 1, Hans Boeckler Foundation Macroeconomic Policy Institute, Düsseldorf, disponible en: https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_01_2008.pdf
-