
La financiarización subordinada en los sectores primarios argentinos durante el nuevo milenio (2003-2021)¹

Gustavo García Zanotti

CONICET-UNR

gustavo.zanotti@fcecon.unr.edu.ar

Lorenzo Cassini

CONICET-UNO-UNSAM

lcassini@unsam.edu.ar

Subordinated financialization in the Argentine primary sectors during the new millennium (2003-2021)

Financeirização subordinada nos setores primários argentinos durante o novo milênio (2003-2021)

Fecha de recepción: 26 de marzo de 2024

Fecha de aprobación: 11 de junio de 2024

Resumen

El propósito de este trabajo es analizar la financiarización subordinada en la Argentina a través de la inserción internacional basada en los sectores productores de materias primas y derivados durante el nuevo milenio (2003-2021). Para ello se prestará especial atención a la financiación y al destino del excedente de las empresas pertenecientes a estos sectores, utilizando datos contables y financieros a nivel sectorial. Estos sectores son común-

1- Este trabajo se produjo en el marco del PICT "Una economía política de la financiarización en la Argentina contemporánea", financiado por la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica. Se agradecen los aportes realizados en versiones previas por Andrés Wainer, Joel Rabinovich, Martin Schorr, Mariana González, Ignacio Juncos, Rodrigo Pérez Artica, Ana Laura Fernández y Leandro Bona.

mente considerados como los motores del despegue económico gracias a sus ventajas comparativas. Se argumentará que esta perspectiva se alinea con la inserción en las Cadenas Globales de Valor que han llevado a cabo los sectores mencionados. Como resultado de sus vínculos externos, el excedente generado fomenta el despliegue de otras transacciones financieras y comerciales. En consecuencia, las prácticas empresariales de tales sectores conllevan flujos y reflujos de capitales que resultan perjudiciales para el desarrollo económico.

Palabras clave: financiarización subordinada; cadenas globales de valor; sectores primarios

Abstract

The purpose of this paper is to analyze subordinate financialization in Argentina through the international insertion based on raw materials and derivatives sectors during the new millennium (2003-2021). To achieve this, special attention will be paid to the financing and destination of the surplus of companies belonging to these sectors, using accounting and financial data at the sectoral level. These sectors are commonly considered as the drivers of economic takeoff due to their comparative advantages. It will be argued that this perspective is aligned with the insertion into Global Value Chains carried out by the aforementioned sectors. As a result of their external links, the surplus generated fosters the deployment of other financial and commercial transactions. Consequently, the business practices of such sectors entail flows and reflexes of capital that are detrimental to economic development.

Keywords: subordinate financialization; Global Value Chains; primary sectors

Resumo

O objetivo deste artigo é analisar a financeirização subordinada na Argentina através da inserção internacional baseada nos setores produtores de matérias-primas e derivados durante o novo milênio (2003-2021). Para tal, será dada especial atenção ao financiamento e destino dos excedentes das empresas pertencentes a estes setores, utilizando dados contábilísticos e financeiros ao nível sectorial. Estes setores são normalmente considerados os motores da descolagem econômica graças às suas vantagens comparativas. Argumentar-se-á que esta perspectiva está alinhada com a inserção nas Cadeias Globais de Valor que os referidos setores têm realizado. Como resultado das suas ligações externas, o excedente gerado incentiva a realização de outras transações financeiras e comerciais. Consequentemente, as práticas empresariais de tais setores implicam fluxos e refluxos de capital

que são prejudiciais ao desenvolvimento económico.

Palavras-chave: financeirização subordinada; Cadeias de Valor Globais; setores primários

Introducción

En los últimos años se ha consolidado en la Argentina una visión del desarrollo cuyo pilar central es impulsar la exportación de productos provenientes de los sectores primarios tras la necesidad de paliar la estructural carencia de divisas (Plan Argentina Productiva 2030, 2023). En especial, se deposita una significativa confianza en el crecimiento de las exportaciones mineras, tanto en lo que respecta a los productos tradicionales como a la explotación de litio. Además, se espera un aporte significativo de divisas provenientes de los hidrocarburos extraídos de fuentes no convencionales, así como de futuras exploraciones en aguas profundas, a lo que se suma la ya reiterada apuesta a las exportaciones de productos agropecuarios. En el ámbito académico, esta estrategia es consistente con el enfoque de las denominadas Cadenas Globales de Valor (CGV), buscando fomentar una inserción internacional compatible con la última globalización (Gereffi, 2017; Gereffi y Fernandez-Stark, 2011).

Los organismos internacionales consideran a las CGV como un medio para fomentar el crecimiento sostenible en los países en desarrollo. De acuerdo con estos planteamientos, los países periféricos tienen la oportunidad de integrarse a la globalización y posicionarse estratégicamente en el ámbito productivo que más les beneficie (Fernández, 2015; Werner *et al.*, 2014). El primer paso consiste en seleccionar sectores específicos a ser priorizados, teniendo en cuenta la dotación relativa de factores productivos, ya sea enfocada en recursos naturales como en mano de obra barata (Marín, 2016; Pérez *et al.*, 2014). En este contexto, el progreso a lo largo de la cadena de valor requiere la incorporación gradual de capacidades tecnológicas más avanzadas en los trayectos productivos seleccionados. Según estos planteos, el desafío en los países de América Latina reside en potenciar la explotación de los recursos naturales a partir de tecnologías vinculadas a la Industria 4.0, acotadas a las transformaciones de la materia prima (Katz, 2023). En este sentido, se suele pensar que existirá desarrollo económico para todo país que esté dispuesto a abrir sus fronteras y permita atraer capitales para invertir, ya sea en producciones primarias como en ramas de mano de obra intensivas, siendo la globalización sinónimo de crecimiento y mayores niveles de empleo.

La consolidación de las CGV a nivel mundial se produjo en paralelo a la

financiarización del capital². A su vez, ciertos autores comenzaron a hablar de financiarización subordinada para comprender las especificidades de estos fenómenos y la dependencia que provoca en países periféricos (Powell, 2013; Bonizzi *et al.*, 2022). En relación con este punto, la inserción internacional de los sectores ligados a la producción de bienes primarios y sus derivados permiten generar un excedente significativo gracias a sus ventajas comparativas. A la referida estrechez en materia comercial hay que adicionar el hecho de que habitualmente el comercio exterior constituye una suerte de “punta de lanza” para la concreción de múltiples tipos de transacciones anexas. Entre ellas se incluyen las operaciones de endeudamiento externo y sus respectivos pagos de intereses, la compra-venta de servicios, los giros de utilidades y dividendos a los controlantes por la generación de excedentes a través de la comercialización e incluso la formación de activos externos, etcétera (Basualdo y Wainer, 2020). Por estas razones, muchas de las empresas pertenecientes a dichos sectores poseen una elevada incidencia en varios renglones del balance cambiario y, por lo general, las operaciones aludidas suelen realizarse vía contrapartes relacionadas radicadas en países que presentan una baja carga tributaria (Grondona, 2015).

El excedente generado por los sectores primarios constituye un fácil apalancamiento para la toma de financiamiento. El sistema financiero y los sectores primarios exportadores confluyen en transacciones regulares dada la necesidad recurrente de inversiones de capital. Sin embargo, debemos discutir las formas de financiamiento dado que algunas de ellas pueden resultar nocivas para economías con problemas de restricción externa (véase Thirlwall, 1979). En adición, dicho financiamiento no necesariamente se traduce en capital fijo (léase, maquinaria, infraestructura, etcétera), sino que podría destinarse a usos no productivos (Krippner, 2005; Bruno y Shin, 2017; Crotty, 2002). A su vez, en las últimas décadas, el arribo de capitales internacionales tras la emisión de bonos corporativos alteró el comportamiento y las estrategias de empresas no financieras, en especial en los países en desarrollo, al mismo tiempo que tornó a estas economías más volátiles (Shin, 2014; de Camino *et al.*, 2023). Esto se debe a que los países en desarrollo poseen dificultades para retener el capital en sus fronteras, y en la práctica, este fluye desde y hacia el exterior (Gaggero *et al.*, 2013). Esta realidad conduce a que las empresas opten por mantener activos altamente líquidos y

2- Múltiples discusiones académicas que señalan la creciente financiarización a nivel mundial entendida de manera general como la expansión de las inversiones y los mercados financieros, los crecientes y rápidos beneficios financieros, la influencia del sistema financiero en el conjunto de la economía, etc. (Epstein, 2005; Krippner, 2005)

prontos a dolarizarse en caso de ser necesario. En particular, las empresas internacionalizadas productivamente poseen herramientas para destinar gran parte de su excedente al exterior gracias a la planificación fiscal³. La internacionalización productiva a través de la inserción en las CGV se traduce en una elevada internacionalización financiera producto a las prácticas intrafirma (Tørsløv *et al.* 2018).

El presente trabajo tiene como objetivo analizar la financiarización subordinada a partir de la inserción internacional que proponen los sectores productores de bienes primarios y sus derivados en la Argentina durante el nuevo milenio, haciendo hincapié en el financiamiento y en el destino del excedente. Entre estos sectores destacamos el sector agropecuario, la manufactura de alimentos, la minería y la extracción de petróleo y gas. Para dar un abordaje sectorial, se han obtenido datos provenientes tanto del Anuario de Estadísticas tributarias de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP)⁴ como del balance cambiario que elabora el Banco Central de la República Argentina (BCRA). Si bien se tratan de sectores que presentan atención en la producción académica, existe vacancia en su análisis a partir de información contable/financiera⁵. Argumentaremos que las prácticas empresarias de los sectores primarios son consistentes con la financiarización subordinada y la inserción internacional en el marco de las CGV, y que, por ende, presentan diversos obstáculos para el desarrollo económico.

El artículo se encuentra estructurado de la siguiente manera. En la prime-

3- Dichas estrategias tienen serias consecuencias para economías en desarrollo ya que acentúan la restricción externa y desfinancian a los Estados.

4- La información tributaria utilizada está contenida en los Anuarios Estadísticos de la AFIP, en la sección "Ganancias de Sociedades", que resume las declaraciones juradas presentadas por las sociedades comerciales, es decir, comprende la totalidad de la economía registrada. No se trata de información basada en una muestra, sino que es información de registro, proveniente de la totalidad de las sociedades comerciales. La información es publicada con una desagregación sectorial de 3 dígitos de la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU). Hasta 2012 se utilizó la Revisión 3 y en los años siguientes, la Revisión 4. En este trabajo se compatibilizaron ambas revisiones utilizando las tablas de correspondencia proporcionadas por Naciones Unidas. Los sectores analizados en este trabajo se componen de los códigos CIIU Revisión 4 que se detallan a continuación: Agropecuario, 011 a 032; Manufactura de alimentos y tabaco, 101 a 120; Minería, 051 a 099 (excepto 061, 062 y 091); Petróleo y gas, 061, 062 y 091 y Resto de la economía, todos los códigos excepto los comprendidos en las agregaciones anteriores y los códigos 639 a 669 (sector financiero)

5- A título ilustrativo se remite a los trabajos de Cassini *et al.* (2020), Pérez Barreda *et al.* (2018), Abeles *et al.* (2018), Schorr y Wainer (2018).

ra sección haremos un *racconto* de las transformaciones tecno-productivas de los mencionados sectores y las dinámicas económicas que los llevaron a detentar semejante importancia en la economía argentina a partir de su inserción en las CGV. En la segunda parte, abordaremos los vínculos entre estos sectores y el sistema financiero en lo que respecta a la toma de deuda. En la tercera parte analizaremos el destino del excedente de estos sectores a partir de las inversiones financieras, su resultado financiero, las salidas de capitales y las prácticas habituales que poseen las empresas exportadoras. Finalmente, realizaremos unas breves reflexiones.

1. Hacia la inserción en las Cadenas Globales: Transformaciones económicas y tecnológicas

Durante las décadas de 1970 y 1980, en un contexto de estancamiento e inflación a nivel mundial, las empresas manufactureras buscaron redefinir sus estrategias con el objetivo principal de internacionalizar su producción (Arceo, 2011). En paralelo a la deslocalización de empresas industriales en los países centrales y su posterior localización en países de bajos costos, América Latina abandonó la industrialización dirigida por el Estado y se insertó en el mercado internacional como proveedor de recursos naturales (Arceo, 2011; Bertola y Ocampo, 2010). Durante la década del '80, las recomendaciones de los organismos internacionales influyeron en las políticas de desarrollo de los países de la región al adoptar ideas de corte neoliberal que buscaron priorizar el crecimiento hacia afuera debido al asfixio que significó el elevado endeudamiento externo. Estas transformaciones en la economía mundial y regional supusieron nuevas formas de producción sobre la división internacional del trabajo.

En la etapa de industrialización dirigida por el Estado, la producción de los sectores primarios y derivados abastecían principalmente al mercado interno en general y a la industria manufacturera en particular (Gorenstein, 2016; Estarelles, 2011). En todo caso, los excedentes agrarios destinados al exterior permitían dotar de divisas para seguir adelante con la industrialización. Es en esta etapa que la producción de los sectores primarios se organizaba en cadenas cortas desde la producción hasta su destino final, caracterizadas por una escasa escala de producción a partir de actores débilmente articulados.

Sin embargo, a partir de la última globalización, las grandes empresas de la región se internacionalizaron productivamente con el fin de insertarse en las CGV. A consecuencia de este proceso, con el correr del tiempo, la extracción y producción de bienes primarios y sus derivados se fue concentrando en relativas pocas empresas. Por ello, la producción tendió a reestructurarse

bajo el liderazgo de un puñado de grandes empresas que tienen al comercio exterior como su principal destino. Esta nueva dinámica significó una producción a escala y, por consiguiente, muchas de estas grandes empresas necesitaron neutralizar la competencia e integrarse verticalmente para obtener ventajas en el poder de negociación con los compradores/proveedores (Nasplada, 2021).

En este contexto, durante las últimas décadas, los sectores vinculados a la producción de recursos naturales y derivados en la Argentina ganaron mayor relevancia en varios aspectos claves de la economía. Como se puede ver en la figura n.º 1, su peso resultó ser cada vez mayor en lo que respecta a la captación de financiamiento (deudas), la infraestructura⁶ y las exportaciones. Este fenómeno se debe a que, en primer lugar, el sistema financiero (nacional e internacional) otorga prioritariamente financiamiento a los sectores primarios y derivados. De esta forma, el sistema crediticio reproduce la inserción de Argentina en las CGV como proveedor de materias primas y bienes de uso difundidos. Por otra parte, dicho financiamiento en parte es volcado a la infraestructura de forma que la misma se presenta cada vez más especializada en la explotación de recursos naturales. Así la capacidad productiva instalada argentina se reprimariza reproduciendo el lugar que el país ocupa en la división internacional del trabajo.

En segundo lugar, desde la década de los '80, la mayor preponderancia por parte de los sectores primarios se acentúa en los contextos de sobreendeudamiento y de crisis financiera dada la necesidad creciente de divisas para el pago de la deuda externa. Las políticas económicas se encuentran presas ante el ingreso de divisas de forma genuina. La concentración de las exportaciones en un reducido puñado de sectores (y empresas) aumenta el poder de veto de las políticas públicas que tienen estos actores (Basualdo y Wainer, 2020). En varias oportunidades bajo este escenario de restricción externa se llevaron a cabo fuertes devaluaciones de la moneda traducidas en cambios agresivos de los precios relativos que beneficiaron a los sectores exportadores en detrimento del mercado interno. La participación de los sectores primarios en las ganancias totales de la economía muestra el fuerte cambio de precios relativos en el año 2002, efecto que perduró por varios años en adelante. De igual manera, a partir del año 2018, las ganancias del sector primario crecieron relativamente respecto a años previos producto de las sucesivas devaluaciones.

6- Llamamos infraestructura al valor del stock de bienes de uso de las empresas declarados en sus balances contables. Incluye plantas, maquinarias, equipos, inmuebles, rodados, etcétera.

En tercer lugar, es relevante resaltar el notable aumento de la participación experimentada en las exportaciones de productos primarios y sus derivados durante las últimas décadas. Este impulso se encuentra reforzado tras la implementación de diversas políticas económicas sectoriales respaldadas por los Estados en sus distintos niveles. Esta tendencia se atribuye al hecho de que, aunque estos sectores exhiben ventajas comparativas que favorecen la atracción de inversiones gracias a su mayor rentabilidad, tal dinámica se ve retroalimentada tanto por marcos regulatorios favorables como por transferencias estatales.

Para explicar con mayor detalle estos fenómenos, a continuación, nos adentraremos en el devenir de cada sector estudiado en la Argentina.

a. Sector agrícola y manufactura de alimentos

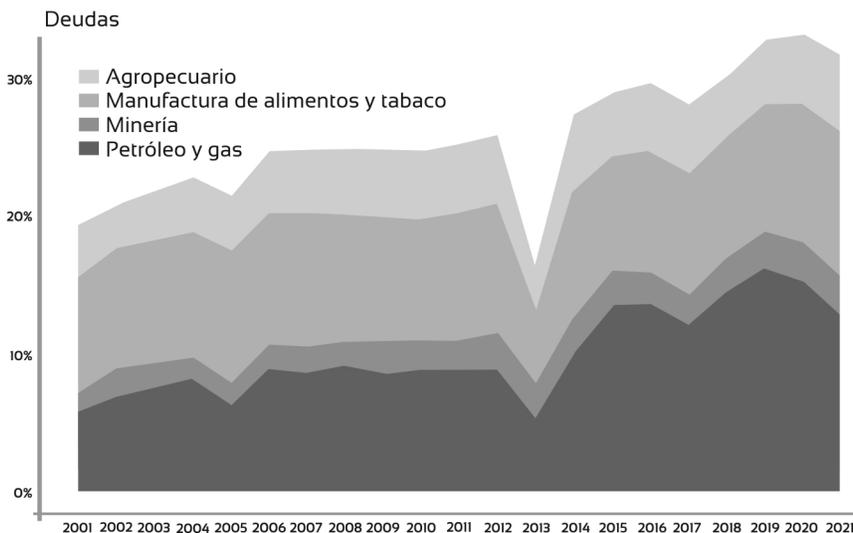
El tipo de inserción de la Argentina en las CGV se explica en gran medida por las transformaciones que ha sufrido el agronegocio en las últimas décadas. Como podemos notar, se produjo un incremento en el peso de las exportaciones de manufacturas de alimentos donde la comercialización de materias primas agropecuarias y derivados poseen un rol principal (véase figura n.º1). En este rubro se destacan productos tales como los derivados de soja donde participan grandes empresas multinacionales (Bunge, Cargill y Dreyfus) y ciertos grupos económicos locales (Vicentin, AGD y Molinos Río de la Plata).

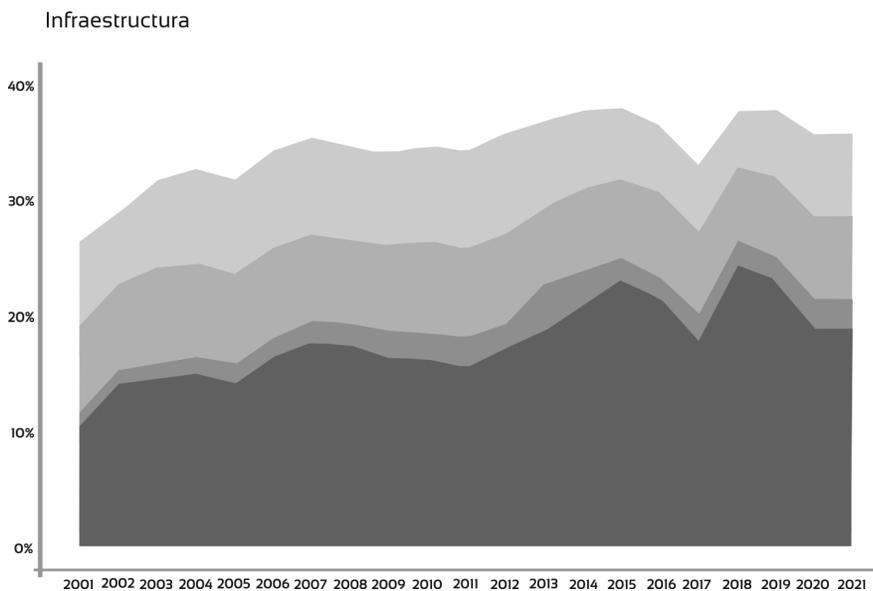
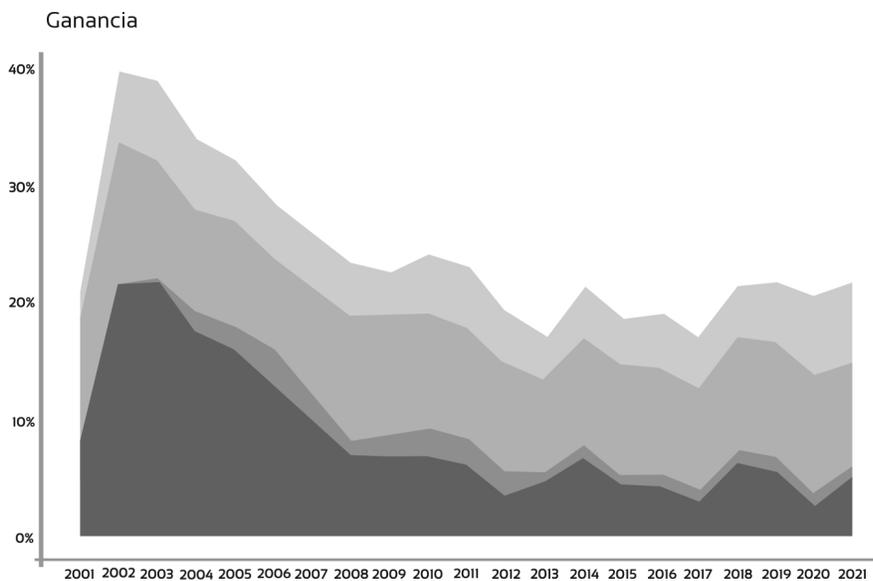
Este dinamismo se explica por la incorporación de nuevas áreas sembradas, el auge del sudeste asiático, el abandono de políticas de soberanía alimentaria y la adopción de nuevos paquetes tecnológicos, entre otros. Este último factor ha dado lugar a un cambio en el paradigma productivo y, por lo tanto, a un desplazamiento de la tradicional agricultura impulsada por la mecanización hacia una emergente producción de alimentos basada en la biotecnología. Es por esta razón que cuando se hace referencia a alimentos y derivados estamos hablando de una serie de sectores en ramas relacionadas que incluyen una variedad de insumos biológicos destinados a diversos usos, incluyendo alimentos, forraje, biocombustibles y materias primas para otras industrias (Bisang *et al.*, 2009).

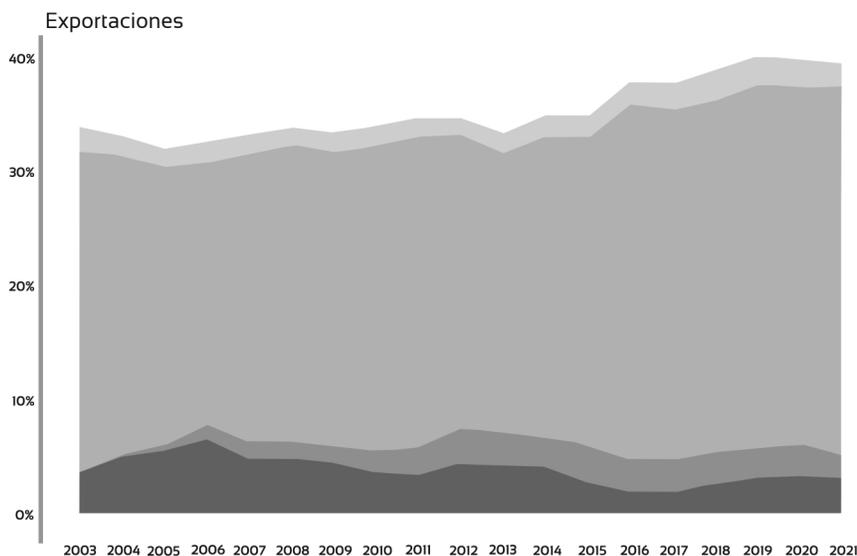
En particular, la capacidad instalada de la molienda aceitera creció sustancialmente durante las décadas del '70 y '80 tras la instalación de grandes plantas industriales integradas principalmente sobre el río Paraná (Gutman y Feldman, 1989). Dichas inversiones en el sector comenzaron a producirse luego del año 1979, cuando el gobierno de facto realizó una modificación de la Ley de Granos y autorizó la construcción de puertos privados (Pellegrini *et al.*, 2013). De esta forma, la molienda obtuvo una ventaja en sus costos de logística respecto a otros países de la región producto de la reducida distancia entre

los puertos y la zona de producción. Por otra parte, una segunda oleada de inversiones estuvo mediada por un fuerte proceso de absorciones y fusiones en los '90 (e incorporó tanto actores locales –Molinos Río de la Plata– como extranjeros –Oleaginosa Moreno–) que reforzó la tendencia hacia la concentración en el sector (Bisang *et al.*, 2009). De igual manera, en los '90, y tras la sanción de la ley 24.093, se autorizó la habilitación de puertos comerciales e industriales que incluyeron a las terminales particulares de los operadores privados, que hasta ese momento funcionaban con autorizaciones precarias. Por último, en el nuevo milenio se registró una tercera oleada de inversiones lideradas por las mencionadas empresas. Estas últimas inversiones estuvieron vinculadas tanto a la ampliación de las capacidades de producción como a la inauguración de nuevas plantas en sectores relacionados (por ejemplo, fertilizantes, biocombustibles, etcétera) (Pérez Barreda *et al.*, 2018). Para este último período, la mayor parte de las inversiones ya se habían realizado en décadas previas, por esta razón la infraestructura del sector de alimentos y bebidas ocupa una no despreciable proporción del 8% del total de la economía nacional a largo de todo el período (véase figura n.º1).

Figura n.º1. Peso de los sectores primarios en el stock de deudas, ganancias brutas, infraestructura y exportaciones en el total de la economía argentina, en % (2003-2021)







Fuente: elaboración propia, BCRA y AFIP.

b. Sector petrolero

El sector petrolero tuvo marcadas transformaciones económicas en su sendero tecno-productivo y serias marchas y contramarchas. En un primer momento, la privatización del sector energético comenzó con el objetivo marcado de dismantelar el monopolio y fragmentar a la empresa estatal YPF, proceso que comenzó durante la última dictadura cívico-militar⁷. A lo largo de las últimas décadas se produjo el ingreso del capital privado nacional a través de las llamadas “privatizaciones periféricas” donde se destacan firmas como Bridas, Tecpetrol, Pérez Companc y Pluspetrol (Barrera, 2012). A su vez, una nueva ola de inversiones se produjo en los años ‘90 a partir de la compra de empresas ya existentes por parte de empresas multinacionales.

En el nuevo milenio, el sector de hidrocarburos experimentó un ciclo descendente en su desempeño debido a la falta de inversión por parte de la principal empresa petrolera bajo la gestión de la española Repsol. Como se

7- En los años ‘90, se sancionó la Ley N° 23.696 de Reforma del Estado que habilitó al Ejecutivo Nacional a intervenir y “normalizar” las empresas estatales, allanando el camino para su posterior venta. El Decreto 2778/1990 transformó a YPF en una Sociedad Anónima bajo cotización conjunta en las bolsas de Nueva York (Wall Street) y de Buenos Aires. En 1992 se sancionó la Ley N° 24.145, que determinó la privatización de YPF.

observa en la figura n.º 1, el peso de la infraestructura en el sector petrolero se mantuvo constante durante el período 2002-2011. La escasa inversión en exploración tuvo repercusiones en la balanza comercial. Ante el agravamiento de la restricción externa, se llevó a cabo la denominada nacionalización de YPF, acompañada por la canalización de fondos a través de subsidios para fomentar el aumento de las inversiones productivas (Barrera *et al.*, 2015).

En el periodo 2013-2015, se puso en marcha la explotación de los yacimientos de Vaca Muerta a partir del acuerdo entre YPF y Chevron. Posteriormente, una vez mitigado el riesgo exploratorio, las inversiones netamente privadas comenzaron a crecer, destacándose la participación de la empresa petrolera Tecpetrol (Landriscini, 2020). Por esta razón, el peso de la infraestructura en el sector petrolero experimentó un notable crecimiento a partir de 2014, de la mano de un aumento en el peso del financiamiento que respaldó dicho dinamismo (véase figura n.º 1). En el año 2023, se terminó de construir el primer tramo del gasoducto Nestor Kirchner, que tiene como primera medida abastecer el mercado interno, pero que se espera escalar hacia la exportación de gas natural. Además, se pondrán en marcha nuevos oleoductos conectados a Chile para exportar petróleo.

c. Sector minero

En última instancia, la actividad minera en la Argentina experimentó un marcado auge de su producción durante el nuevo milenio impulsada por la explotación y la exportación de cobre, oro y plata. Este crecimiento se produjo en un contexto en el que se conjuga, por un lado, el agotamiento progresivo de los yacimientos metalíferos a nivel global y, por otro, el dinamismo de la demanda del sudeste asiático, factores que contribuyeron a un notable aumento en los precios internacionales de estos recursos. Como resultado, zonas que con anterioridad no eran viables por su baja rentabilidad, como es el caso de la Cordillera de los Andes, pasaran a serlo (Estarelles, 2011).

En la década de los '90, se habían establecido condiciones regulatorias que atrajeron grandes proyectos vía inversiones extranjeras, destacándose entre ellas la reforma constitucional de 1994 (que delimitó la propiedad del subsuelo en los Estados provinciales) y la ley de inversiones mineras (por la que se otorgaron garantías y facilidades a los inversores, entre las que se destacan la estabilidad fiscal por 30 años y los beneficios fiscales especiales, entre otros aspectos) (De la Torre y Moschini, 2020). Es así que, en las últimas décadas la contribución de la infraestructura del sector aumentó al 4% en el año 2013, y la participación de las exportaciones alcanzó el 6% en 2015 (véase figura n.º 1).

Es importante señalar que estas inversiones estuvieron fuertemente con-

dicionadas por la evolución de los precios internacionales. A partir de 2012, estos perdieron el impulso que caracterizó el inicio del siglo, lo que generó un revés significativo. Desde entonces, muchos proyectos se vieron paralizados o incluso cerrados (De la Torre y Moschini, 2020).

2. Financiamiento

Como se ha mencionado previamente, los sectores primarios absorben una parte considerable del financiamiento disponible. Sin embargo, la naturaleza de estos flujos financieros plantea diversas problemáticas sobre los países en desarrollo. Es innegable que el financiamiento desempeña un papel crucial para el desenvolvimiento de la infraestructura. No obstante, ciertas formas de financiamiento, en adición a una dinámica más bien volátil en la entrada y salida de estos capitales, pueden exacerbar situaciones de inestabilidad macroeconómica.

La figura n.º2 presenta los ciclos de financiamiento externo dirigidos hacia los sectores primarios, permitiéndonos contrastarlos con el resto de la economía. Debemos mencionar que esta figura muestra tanto los flujos como los reflujos de financiamiento en moneda extranjera. Una entrada de financiamiento se registra con un valor positivo, mientras que la salida se encuentra asociada a la amortización de dicho financiamiento y se registra negativamente. El financiamiento en moneda dura podría provenir de múltiples fuentes entre las que se destacan el mercado de capitales mediante la emisión de obligaciones negociables, líneas de crédito otorgadas por bancos comerciales extranjeros, organismos internacionales, entidades financieras locales, así como también, debido a la llegada de inversión extranjera directa (IED).

Es importante destacar que hemos relacionado los flujos y reflujos de financiamiento con la facturación total del sector para comprender su importancia relativa. Como podemos ver la entrada y salida de financiamiento en los sectores estudiados representa una magnitud significativa comparada con el resto de la economía. Mientras que el ingreso/salida de financiamiento en moneda dura en el resto de la economía no superó el 3% de sus ingresos, en los sectores estudiados se observan picos del 60% en minería, del 27% en el sector petrolero y del 6% en las manufacturas de alimentos y tabaco. El sector agropecuario es el único que posee un nivel de ingreso/salida de financiamiento similar al del resto de la economía.

Por otro lado, tanto en los sectores primarios como en el resto de la economía se observan ciclos bien marcados. En primer lugar, podríamos identificar un ciclo de ingreso de financiamiento desde 2003 hasta 2011, correlacionado con el crecimiento económico y la relajación de las restricciones externas.

Luego, un ciclo de reflujo entre los años 2012 y 2015 durante la agudización de las restricciones cambiarias. Posteriormente, notamos un segundo ingreso de financiamiento en los años 2016-2017 a partir del ciclo de endeudamiento público-privado. Y finalmente, una nueva ola de salida de capitales debido al pago de las amortizaciones entre 2018 y 2021 derivada de la crisis por sobreendeudamiento.

La sostenibilidad del financiamiento y el endeudamiento de los sectores analizados se encuentra supeditada a la disponibilidad de divisas genuinas en la economía. A partir del año 2011, el financiamiento externo se vio limitado. Aunque el gobierno de Cambiemos levantó las restricciones cambiarias debido a un aumento significativo en el endeudamiento público, lo que facilitó el ingreso de financiamiento privado, esta política rápidamente desencadenó una crisis de sobreendeudamiento. A su vez, la crisis financiera obligó a las empresas a reestructurar su deuda, imposibilitándolas acceder a nuevos créditos en los años posteriores. Desde ya, la inestabilidad macroeconómica suele impactar negativamente en las inversiones productivas, dificultando aún más la obtención de financiamiento.

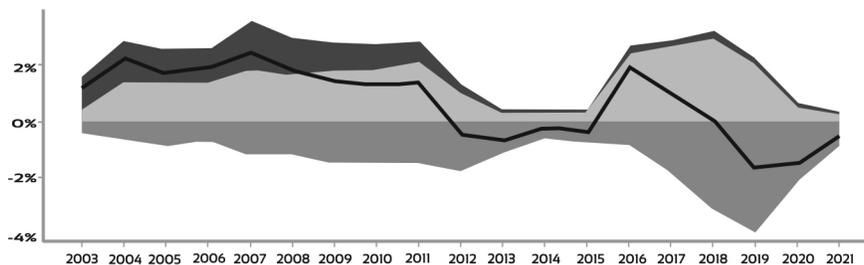
Cabe destacar que, tras la crisis financiera global de 2008, en lo que se conoce como la "segunda fase de liquidez global"⁸ (Shin, 2014), las bajas tasas de interés en los países centrales llevaron a los capitales financieros internacionales a buscar rendimientos más altos en los países en desarrollo. En este contexto, el mercado de bonos corporativos y las emisiones de firmas no financieras de estos países desempeñaron un papel preponderante, concentrándose en industrias extractivistas como la energía. Las firmas de América Latina tuvieron un papel destacado en esta dinámica; aunque la región no fue la que mayor monto de emisión de bonos registró, sí mostró el mayor dinamismo (de Camino *et al.*, 2023). Estos flujos y reflujo financieros a nivel internacional impactaron de lleno en la Argentina y en especial en el endeudamiento corporativo de un puñado de empresas vinculadas al sector petrolero.

8- Según el autor, la primera fase se produjo entre los años 2003-2008 y tuvo al sistema bancario de los países centrales como principal protagonista del endeudamiento.

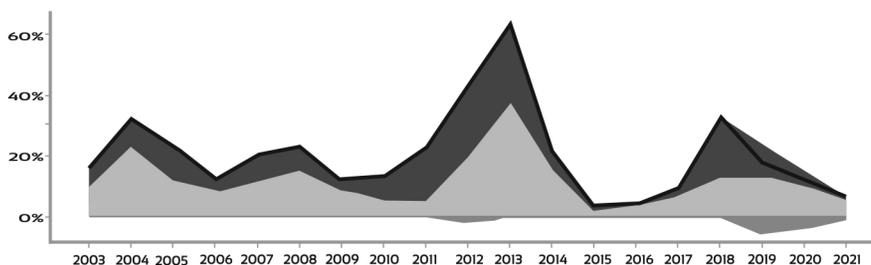
Figura n.º2. Entrada y salida de financiamiento externo en relación a la facturación de sectores primarios y el resto de la economía, en % (2003-2021)

- IED
- Préstamos ingreso a ventas
- Préstamos egreso a ventas
- Saldo neto a ventas

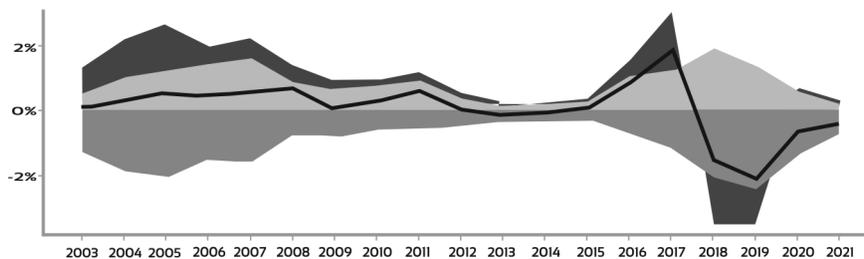
Agropecuario

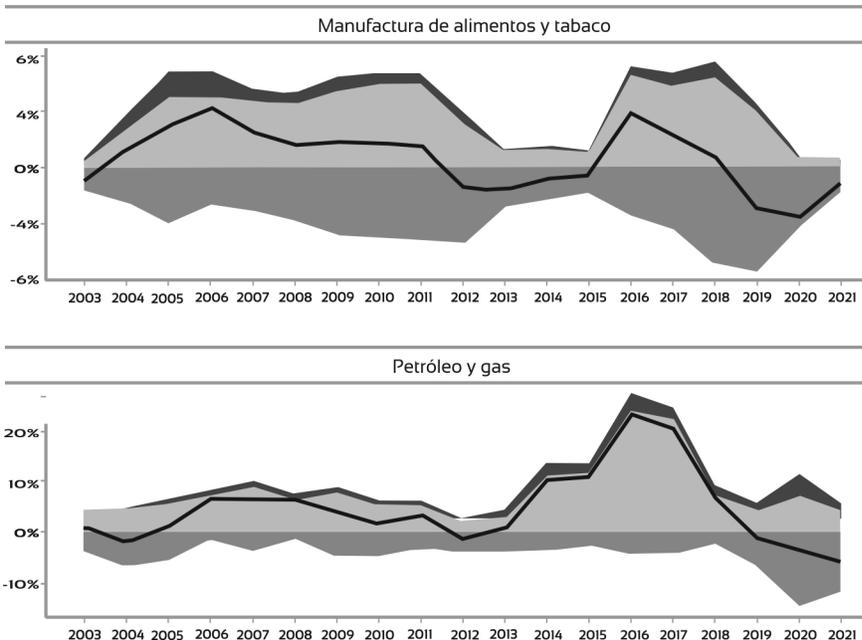


Minería



Resto de la economía





Fuente: elaboración propia, BCRA y AFIP.

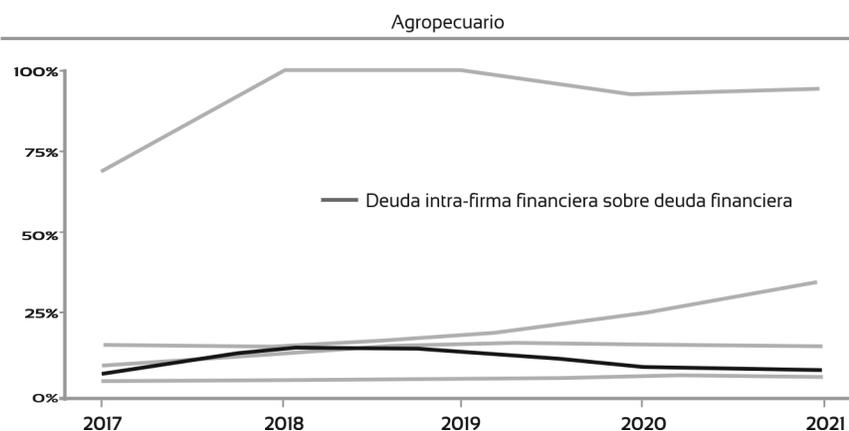
En adición, podríamos señalar ciertas dinámicas que resultan problemáticas desde un aspecto financiero y macroeconómico. En primer lugar, tanto el sector agropecuario como el de manufactura de alimentos muestran un ciclo de amortizaciones muy próximo al ingreso de capitales, indicando que dicho financiamiento se realizó principalmente a corto plazo. Esto implica que las empresas habrían adquirido activos con una elevada liquidez (léase inversión financiera, capital de trabajo, etc.) en lugar de destinar fondos al incremento de la infraestructura productiva. Cabe destacar que el financiamiento de corto plazo podría aumentar la volatilidad macroeconómica, ya que se necesitarán divisas en la inmediatez para hacer frente a los vencimientos.

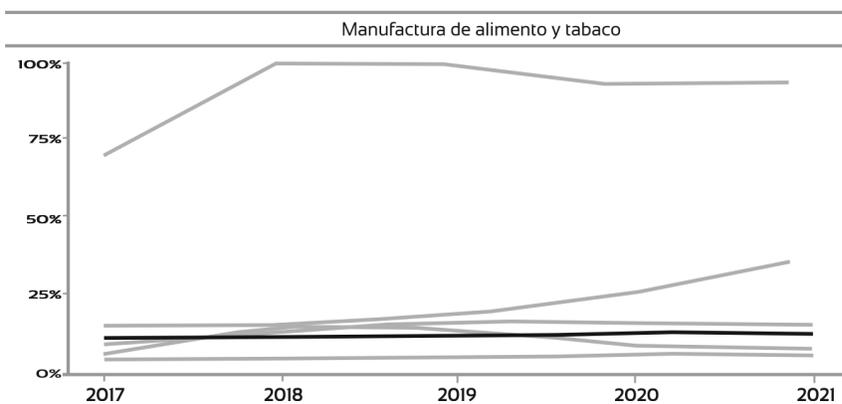
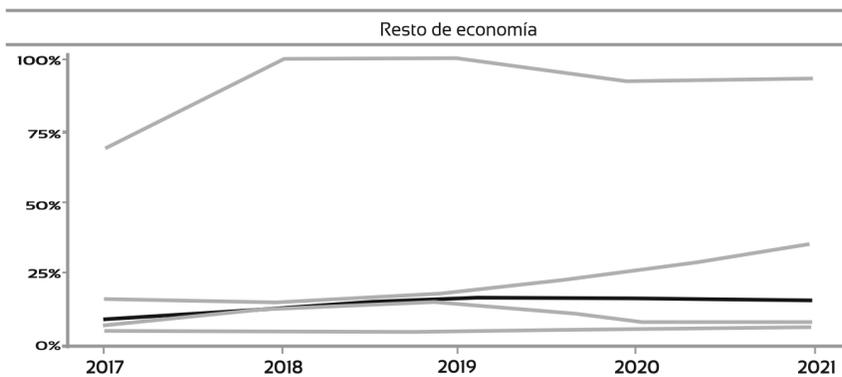
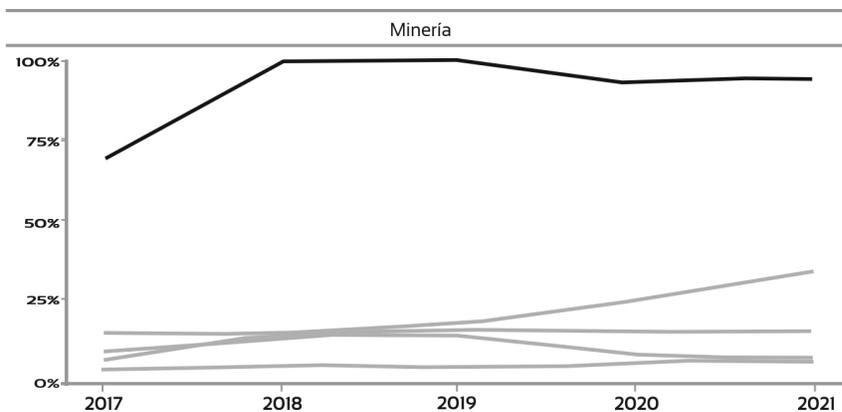
En segundo lugar, la minería y el petróleo han sufrido ciclos muy marcados en base al financiamiento productivo. En el caso de la minería, se observan grandes flujos de capitales hasta el año 2013, seguidos por una disminución abrupta tras el colapso de los precios internacionales de los minerales. Recién en 2018 se produjo un nuevo incremento en la entrada de financiamiento, aunque menos pronunciado que en ciclos anteriores. En tanto, el

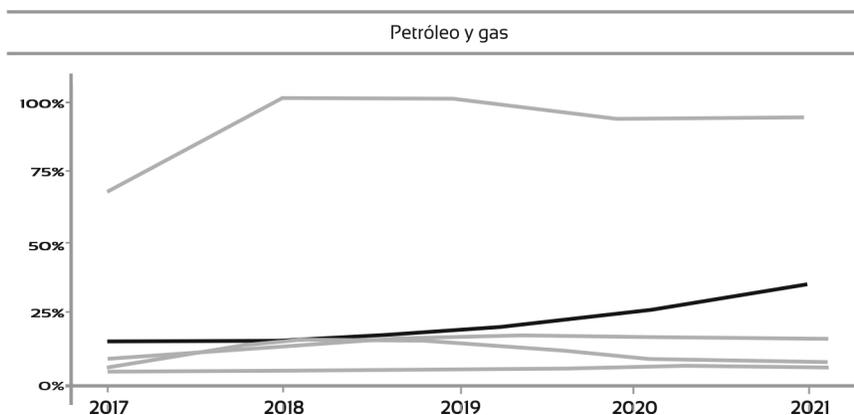
sector petrolero experimentó un incremento en el ingreso de financiamiento tras la puesta en marcha del proyecto productivo de Vaca Muerta, proceso que se vio debilitado por la crisis de la deuda externa en el año 2018. Es por ello que, desde entonces, las amortizaciones resultaron ser superiores a los ingresos de financiamiento.

En relación con el punto anterior, deberíamos poner el acento en la importancia de las futuras amortizaciones en sectores tales como el de la minería o el del petróleo, ya que, como podemos observar, el ingreso de financiamiento no se encuentra correspondido por su pago. Por tal razón, las firmas de dichos sectores detentan un elevado nivel de endeudamiento. Por ejemplo, el sector minero en su conjunto posee un *ratio* de endeudamiento promedio medido como la relación entre el *stock* de deudas sobre ventas del 175% en el período 2017-2021, mientras el del sector petrolero es de 163%. Los demás sectores primarios poseen ratios menores como, por ejemplo, el agropecuario con un nivel de endeudamiento del 61%, y el de manufactura de alimentos de un 41%. Incluso el resto de la economía se encuentra muy lejos de los *ratios* de endeudamiento del sector petrolero y minero al detentar un 48% de deudas sobre ventas. En suma, dado el contexto de restricción externa, dicho nivel de endeudamiento no favorece la toma de financiamiento que posibilite financiar nuevos proyectos productivos.

Figura n.º3. Stock de deudas intrafirma financiera sobre stock de deudas financieras en sectores primarios y el resto de la economía, en % (2017-2021)







Fuente: elaboración propia, BCRA y AFI

Otro elemento a notar del endeudamiento financiero refiere a la importancia que significan las deudas financieras intrafirma, especialmente desarrolladas por el sector minero y petrolero. Estas explican casi el 100% del *stock* de deuda financiera de las empresas mineras y el 35% de las del sector petrolero (véase figura n.º3). Solamente los sectores minero y petrolero concentran el 48% del *stock* de deuda financiera intrafirma en la Argentina en el año 2021, excluyendo al sector financiero⁹.

Esta estrategia de financiamiento propia de las multinacionales se deriva de la denominada planeación fiscal. Generalmente, las empresas de capital intensivo financian sus inversiones por medio de filiales en países de baja o nula tributación. Estamos hablando de deudas intrafirma en moneda extranjera, las cuales se constituyen en un costo financiero de forma que la ganancia de la filial local se vea reducida y, en consecuencia, se abonen menos impuestos. En contraposición, la filial radicada en un país de baja o nula tributación obtendrá una ganancia financiera por la que no se abonarán impuestos. A su vez, debemos mencionar que, en este caso, la inversión de la filial supondrá un elevado endeudamiento, y de tal manera, el capital no es retenido, ya que con el paso del tiempo se abonarán las amortizaciones más los intereses. Por esta razón, al observar los flujos de financiamiento en el sector minero (y en menor medida en el petrolero), la IED en forma de deuda

9- Datos provistos por las estadísticas de deuda externa del Banco Central de la República Argentina.

intrafirma podría constituir una de sus principales fuentes.

Cabe mencionar que, en estos casos, las multinacionales en vez de optar por capitalizar a sus filiales a partir de aportes de capital, lo hacen por medio de deuda intrafirma. Este comportamiento empresario compromete la situación patrimonial de la filial ya que, su supervivencia financiera depende de la llegada regular de deuda proveniente de empresas relacionadas para afrontar sus inversiones. En el momento que el proyecto productivo deje de ser rentable, la filial no poseerá un patrimonio propio de importancia dado que gran parte del capital necesariamente tuvo que ser transformado en adquirir liquidez para abonar las amortizaciones e intereses.

En suma, el financiamiento externo hacia los sectores primarios es sumamente importante comparado con el resto de la economía. Sin embargo, este podría resultar nocivo para economías en desarrollo ante la volatilidad de sus ciclos, el nivel del endeudamiento y la importancia de la deuda intrafirma en los créditos financieros.

a. Usos del excedente y del financiamiento: inversiones financieras y resultados financieros

Como se ha señalado previamente, es importante destacar que el financiamiento y el excedente no siempre se canalizan hacia actividades productivas; en su lugar, se podría destinar fondos a la adquisición de activos financieros. Este comportamiento puede estar fundamentado por diversas razones.

Por un lado, podría atribuirse a la falta de oportunidades de inversión en el ámbito productivo, así como al especial atractivo de los activos financieros. Este fenómeno se intensifica cuando la rentabilidad financiera compite directamente con el potencial retorno de proyectos productivos. Además, es esencial considerar que en ciertos contextos macroeconómicos la inversión productiva suele quedar rezagada frente a la financiera. Por ejemplo, durante períodos de crisis financieras y restricción externa, caracterizados por devaluaciones frecuentes, disminuciones o estancamientos en la demanda agregada y una redistribución del ingreso favorable al capital concentrado, suelen ser consistentes con condiciones propicias para que las grandes empresas se inclinen hacia el desarrollo de inversiones financieras.

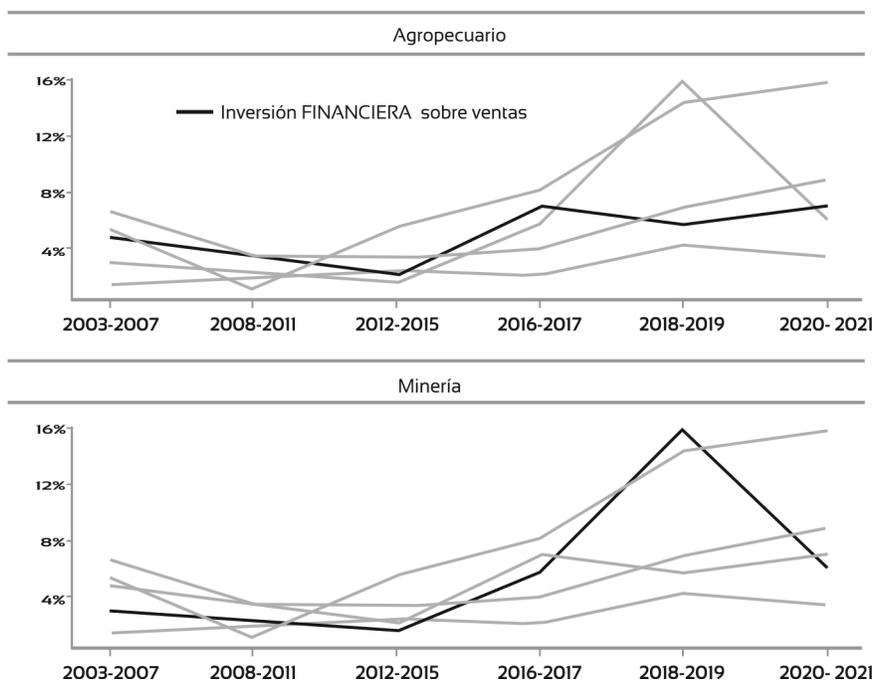
Por otro lado, ciertos sectores oligopólicos se caracterizan por trabajar con exceso de capacidad instalada, lo que reduce la necesidad de realizar inversiones productivas de gran escala. En consecuencia, cualquier ganancia extraordinaria o financiamiento disponible será destinado principalmente a mantener activos financieros.

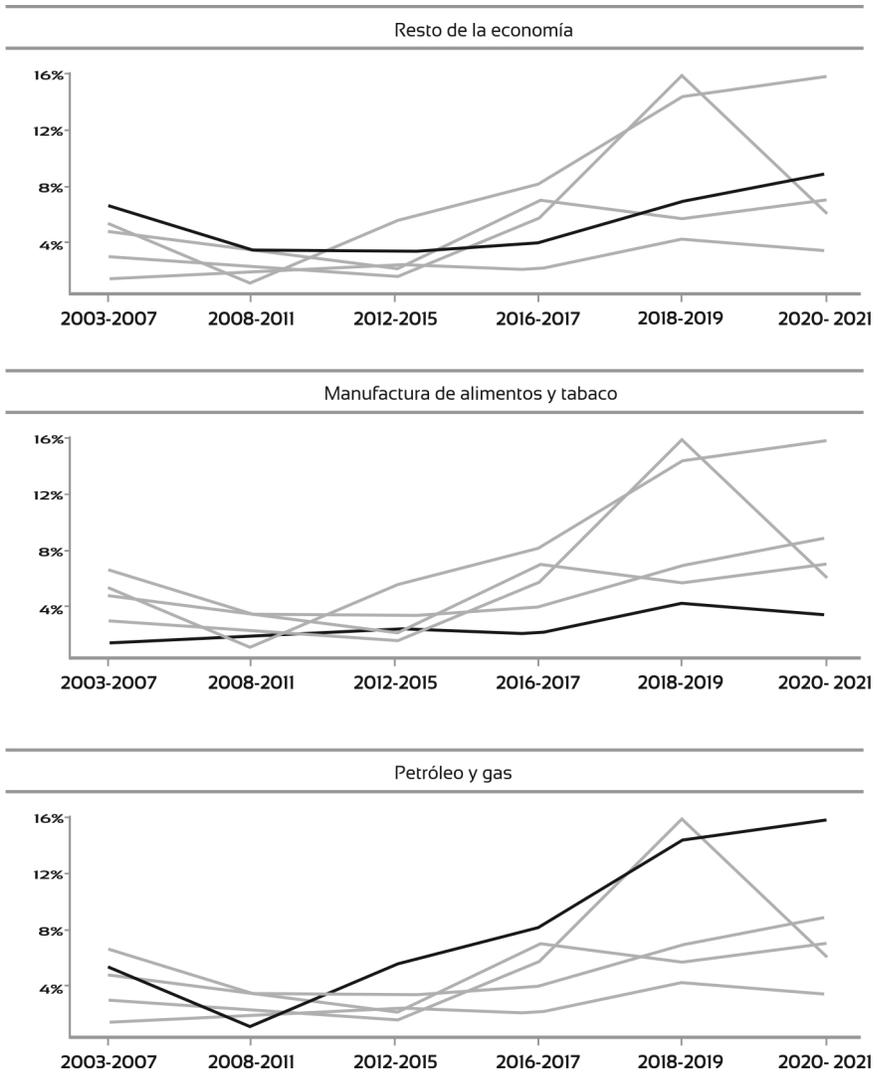
Además, parte del excedente o del financiamiento podría destinarse a la

adquisición de activos líquidos con el objetivo de obtener un rendimiento en el corto plazo, mientras se busca una aplicación diferente para dichos fondos. En este punto, se está haciendo referencia a la estrategia clásica conocida como *carry trade* (Bruno y Shin, 2017). En este sentido, la inversión financiera no necesariamente debe considerarse como un fin en sí misma; en cambio, estos fondos líquidos podrían dolarizarse en un futuro próximo para ser destinados a la salida de capitales.

La figura n.º4 muestra una variable similar a la evolución de la inversión financiera representada como los fondos destinados a la adquisición de activos financieros tales como compra de participaciones accionarias, compra de bonos y fondos comunes de inversión, aumento de efectivo, etcétera. Nuevamente esta variable se encuentra relacionada con la facturación sectorial para comprender su importancia relativa.

Figura n.º4. Inversión financiera sobre facturación en sectores primarios y el resto de la economía, en % (promedio en períodos marcados entre 2003-2021)





Fuente: elaboración propia, AFIP.

Como podemos observar, se evidencia una tendencia hacia la financiarización del excedente en los sectores primarios, e incluso, en ciertos períodos, este fenómeno ha superado en magnitud al observado en el resto de la econo-

mía. Específicamente, a partir del año 2016 existe un incremento en la liquidez de las carteras de activos de amplios sectores que podría explicarse por la reducción de las inversiones productivas como respuesta a los cambios en la orientación de las políticas económicas y a la situación macroeconómica de inestabilidad e incertidumbre antes mencionada. A este escenario debemos sumarle que, tras la pandemia, la inversión productiva experimentó una disminución significativa, lo que obligó a las empresas a recurrir necesariamente a una gestión financiera de sus excedentes.

En relación con este aspecto, surge el interrogante sobre el papel que desempeña el sistema financiero en el reparto del excedente. En este sentido, múltiples estudios académicos sobre financiarización enfatizan en torno a la importancia de las ganancias financieras realizadas a partir de las inversiones en activos de corto plazo (véase Krippner, 2005). No obstante, como hemos observado con anterioridad, el endeudamiento suele ser relevante en los sectores estudiados, por lo que los pagos de intereses poseen una destacada importancia.

Desde este punto podríamos analizar el peso que posee el sistema financiero en el reparto del excedente económico generado por los sectores primarios. Para ello utilizaremos el resultado financiero de las sociedades¹⁰ como un proxy del excedente que se trasfiere al sistema financiero. La Figura N°5 nos muestra el resultado financiero sobre ventas de los sectores primarios en comparación con el resto de la economía. En primer lugar, notamos que el mismo resultó ser negativo en la mayoría del período analizado por lo que efectivamente el sistema financiero captó excedente producido por el sector productivo. Al observar comparativamente la evolución del resultado financiero podríamos decir que no solo este resultó ser negativo en los sectores primarios, sino que su peso es mucho mayor al del resto de la economía. Como se mencionó, el sector financiero otorga financiamiento a sectores primarios que producen excedente y posteriormente parte del mismo es captado por

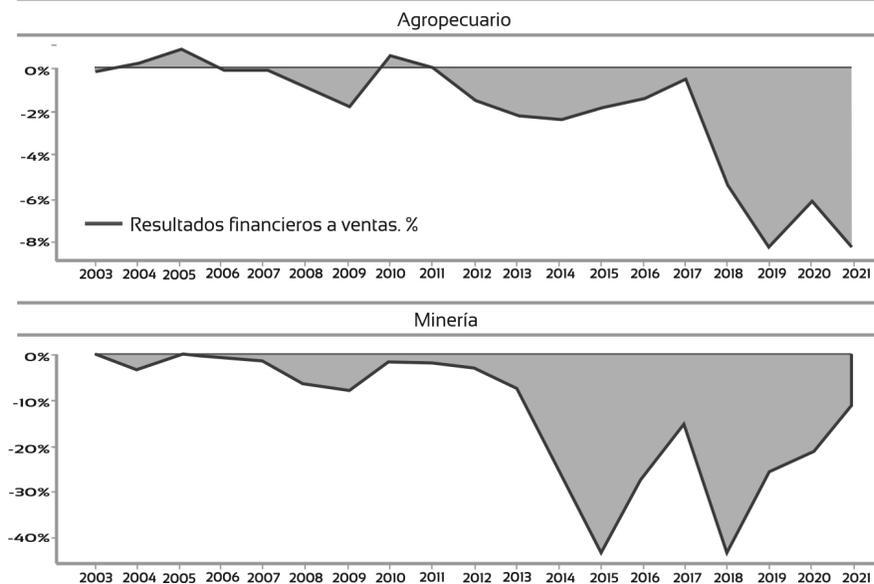
10- El resultado financiero de las sociedades se calcula como la diferencia entre las ganancias y las pérdidas financieras. Las ganancias financieras incluyen intereses (por inversiones como plazos fijos, deudas comerciales, etcétera), ganancias por variaciones en el tipo de cambio (sobre tenencias de moneda extranjera), y los resultados de inversiones permanentes. En tanto, las pérdidas financieras incluyen intereses (por deudas bancarias, comerciales, obligaciones negociables, entre otras), pérdidas por variaciones en el tipo de cambio, y quebrantos en inversiones permanentes. Consideramos el resultado financiero como un proxy adecuado de las transferencias al sector financiero porque los conceptos mencionados, involucran en gran parte a este. El hecho de que el resultado financiero sea más abultado en los sectores de Minería y Petróleo y Gas, que son las que acceden a mayor financiamiento internacional muestra de que el indicador utilizado es un proxy adecuado.

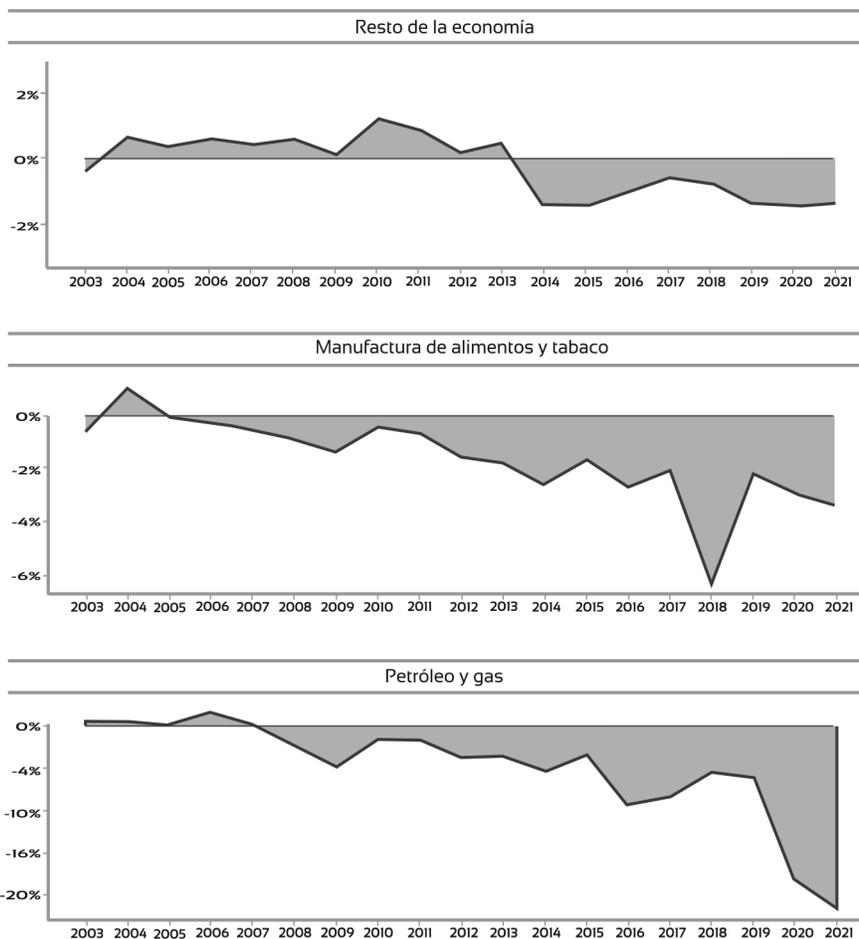
aquel en la forma de intereses pagados.

En segundo lugar, este resultado financiero se ha vuelto cada vez más significativo con el transcurso del tiempo, especialmente en sectores altamente endeudados como la minería y el petróleo. Por lo tanto, al hablar de la capacidad de generación y producción de excedentes, es crucial no confundirla con la capacidad de retenerlos. Es importante tener en cuenta que el pago de un retorno elevado al sistema financiero requiere que los proyectos productivos sean aún más rentables de modo que se justifique el endeudamiento. De lo contrario, la rentabilidad generada por las actividades productivas podría ser insuficiente para cubrir los costos financieros, lo que llevaría a problemas financieros para las empresas y los sectores en el futuro.

En resumen, parte del excedente es destinado tanto a la inversión financiera como al pago de intereses al sistema financiero. El peso de estos destinos resulta ser elevado en comparación con el resto de la economía. Estas resultan ser una razón adicional del estrecho vínculo que poseen los sectores primarios con el sistema financiero.

Figura n.º5. Resultado financiero sobre facturación en sectores primarios y el resto de la economía, en % (2003-2021)





Fuente: elaboración propia, AFIP.

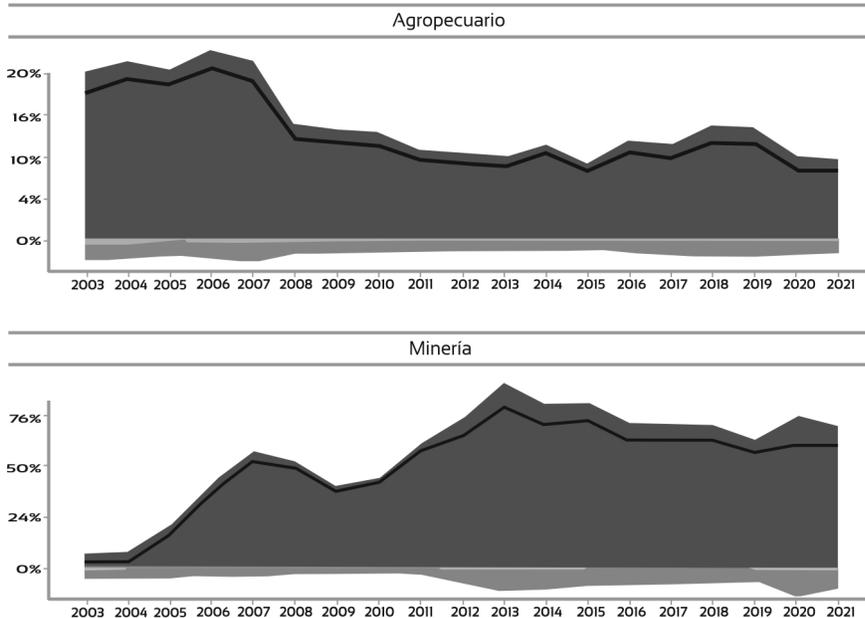
b. Destinos del excedente: salidas de capital

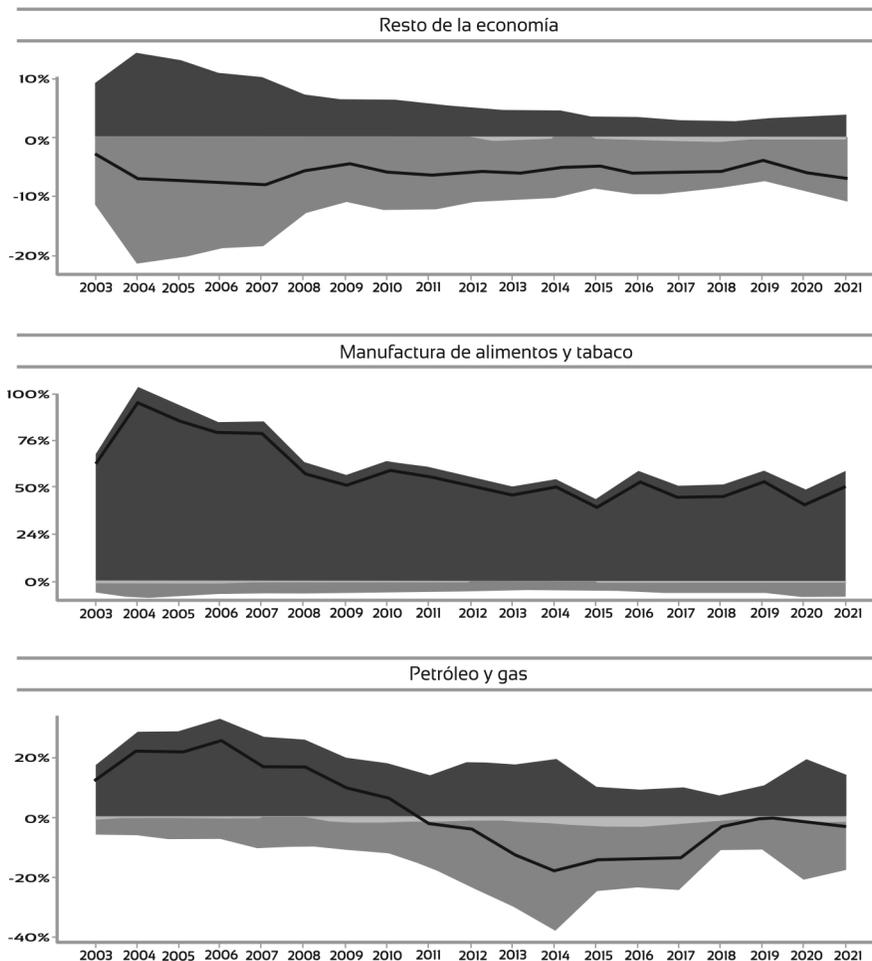
Como fue explicado en la primera sección, los sectores primarios representan en la Argentina una proporción creciente de las exportaciones, lo cual los convierte en una pieza clave en el funcionamiento estructural de la economía dado que aportan la mayor parte de las divisas. La figura n.º 6 muestra que las producciones primarias tienen un coeficiente exportador

muy superior al resto de la economía (representado como la relación entre las exportaciones y las ventas sectoriales), entre los que se destacan la minería y la manufactura de alimentos. Si bien estos sectores realizan abultadas importaciones, estas resultan ser pequeñas en comparación con sus ventas al exterior, por lo que su saldo comercial es ampliamente favorable. La excepción a tal descripción se encuentra constituida por el sector de petróleo y gas, cuyo saldo resulta ser negativo, sin embargo, este fenómeno comenzó a revertirse desde 2014 a partir de las mayores inversiones a partir de la recuperación del control estatal de YPF y la explotación de yacimientos no convencionales.

Figura n.º6. Exportaciones e importaciones de bienes, saldo de la balanza de servicios y saldo de la balanza comercial sobre facturación, en % (2003-2021)

■ Exportaciones a ventas ■ Servicios a ventas
■ Importaciones a ventas ■ Saldo neto de ventas





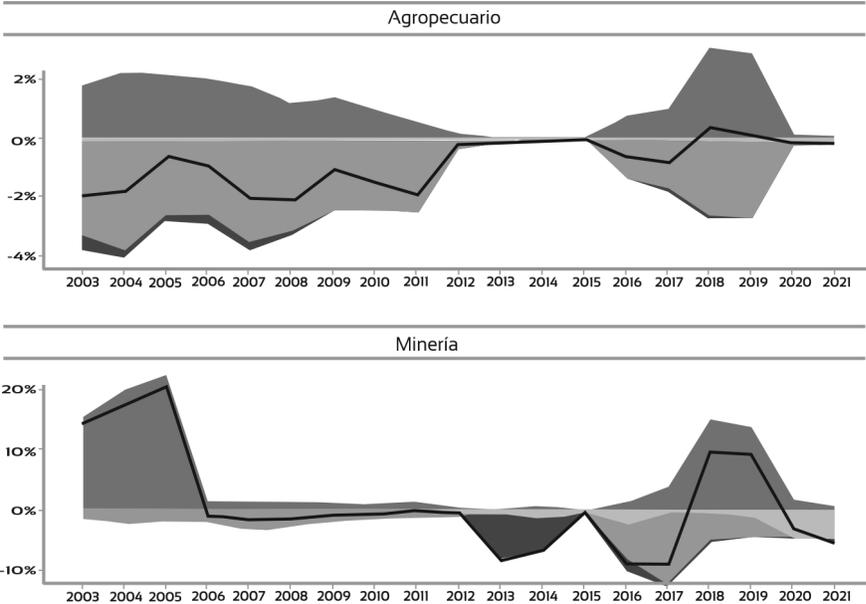
Fuente: elaboración propia, AFIP y BCRA.

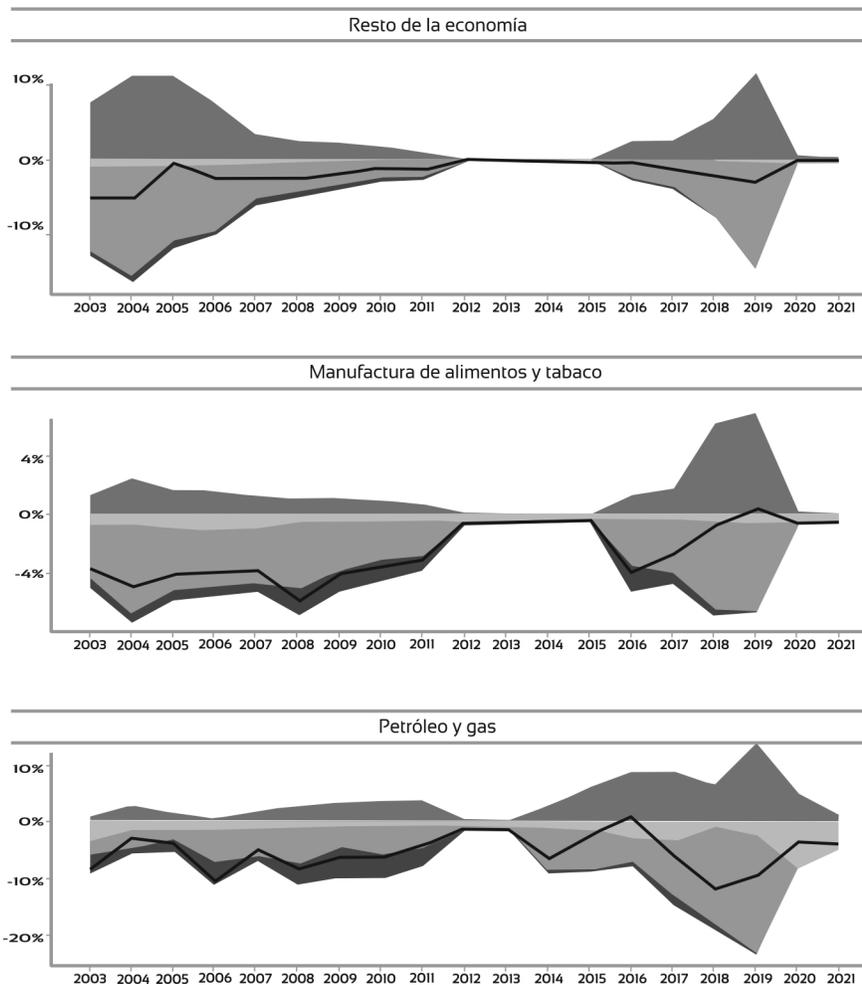
No obstante, una parte sustancial de las divisas que estos sectores aportan vía balanza comercial no son retenidas en el país ya que existen reflujos de capital a través de otros renglones del balance cambiario. Además de las inversiones financieras, otro de los destinos del excedente económico generado por los sectores primarios se ve reflejado en la salida de capital, constituyéndose en una de las principales formas que asume la financiarización subordinada en países como la Argentina (Kulfas, 2005).

La figura n.º7 presenta los ciclos y los saldos de divisas generados por las salidas de divisas en relación con la facturación de los sectores bajo estudio, los cuales son ocasionados por la formación de activos externos, pagos de intereses y giros de dividendos. Durante la mayor parte del período analizado, este saldo resulta ser deficitario. Es importante destacar que en sectores como los de petróleo y gas, y ocasionalmente en el de minería, los saldos negativos son significativamente mayores al del resto de la economía. Además, se observan fluctuaciones considerablemente pronunciadas en las salidas de divisas a través de esta vía, lo que puede representar un fuerte factor de inestabilidad macroeconómica en un país con reservas internacionales limitadas.

Figura n.º7. Ingreso y salida de divisas por formación de activos externos, intereses pagados y distribución de dividendos sobre facturación, en % (2003-2021)

■ FAE ingreso a ventas ■ Intereses a ventas — Saldo neto a ventas
 ■ FAE salida a ventas ■ Dividendos a ventas





Fuente: elaboración propia, AFIP y BCRA.

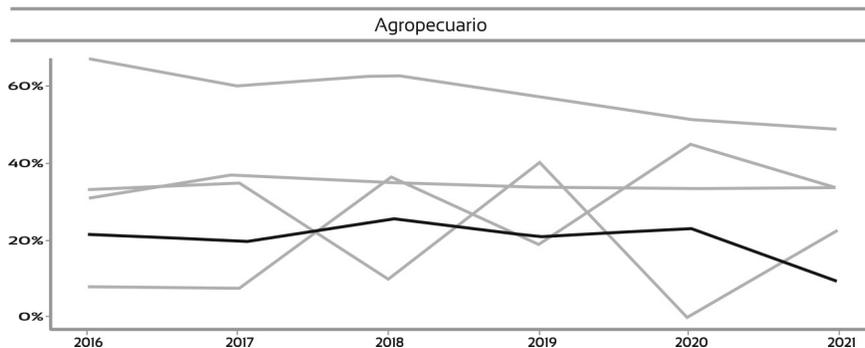
Las salidas de capitales presentadas en la figura n.º7 corresponden a las registradas en el balance cambiario. No obstante, en años recientes, tanto la AFIP como la Aduana han sancionado a empresas de los sectores productores de materias primas y derivados por realizar subfacturación de exporta-

ciones (véase Grondona y Burgos, 2015)¹¹. Estas maniobras tienen a la planificación fiscal como principal objetivo ya que pretenden trasladar ganancias a filiales radicadas en países de baja o nula tributación. En este sentido, la subdeclaración de exportaciones es otra herramienta adicional al ya mencionado endeudamiento intrafirma.

Un mecanismo que facilita la subdeclaración de exportaciones consiste en la exportación a empresas vinculadas en el exterior. De este modo, las empresas pueden declarar precios de las materias primas exportadas diferentes a las que se reflejan en un mercado competitivo entre partes independientes. La figura n.º 8 muestra que las exportaciones a empresas vinculadas tienen un peso sustantivo en las ventas de estos sectores, en particular, en el sector de manufactura de alimentos, así como también, se presenta una tendencia creciente en el sector de petróleo y gas.

En definitiva, el perfil exportador de los sectores primarios propicia el desarrollo de la salida de capitales. Esto se puede observar tanto en las prácticas intrafirma como en el destino del capital hacia el exterior en diversos conceptos.

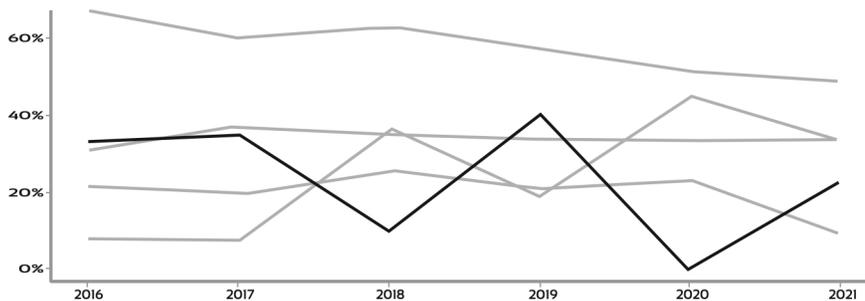
Figura n.º 8. Ventas a empresas relacionadas en el exterior sobre exportaciones, en % (2003-2021)



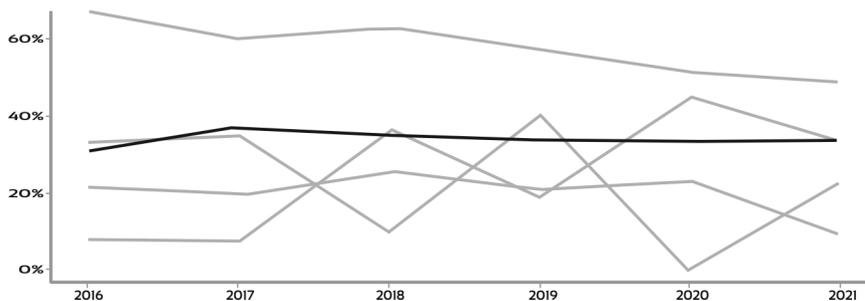
11- Algunos ejemplos de las investigaciones y sanciones a empresas por subfacturar exportaciones se encuentran en las siguientes notas periodísticas:

- La AFIP denunció a una empresa por subfacturar exportaciones en casi \$190 millones (BAE Negocios, 6 de octubre de 2022)
- Aduana denunció una millonaria maniobra de subfacturación en exportación de litio, de cuánto es la multa (11 de julio de 2022).

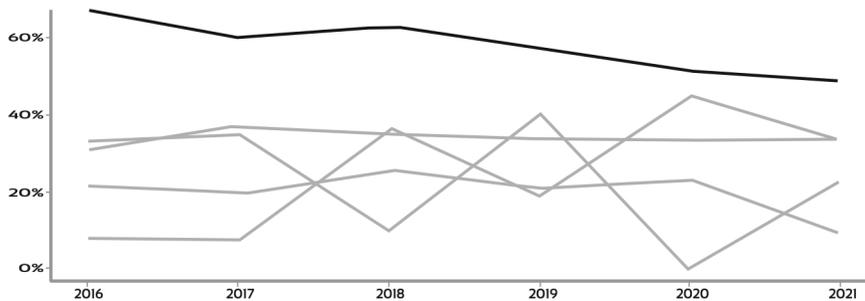
Minería

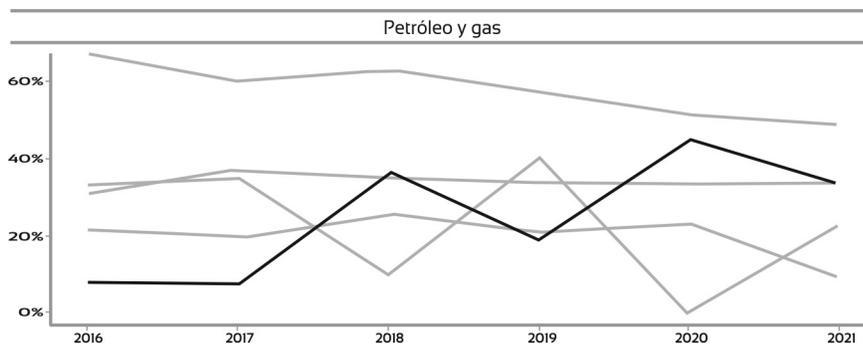


Resto de la economía



Manufactura de alimentos y tabaco





Fuente: elaboración propia, AFIP.

Nota: en este gráfico, “resto de la economía” excluye también al sector automotriz, que presenta una proporción grande de sus ventas destinadas a empresas vinculadas debido a la administración de su cadena de producción y comercialización en el marco del MERCOSUR.

Reflexiones finales

Durante las últimas décadas se ha observado una reconfiguración a nivel global en las CGV en consonancia con la creciente financiarización del capital. En relación con estos procesos, las empresas que dominan la producción en los sectores primarios en la Argentina han experimentado cambios significativos con el propósito de posicionarse en la última globalización, adoptando un enfoque cada vez más orientado hacia la integración financiera. En este contexto, se hace pertinente analizar la denominada financiarización subordinada dado que estos cambios acentúan nuevas formas de dependencia sobre los países en desarrollo.

En primer lugar, los sectores primarios se han vuelto cruciales en la economía argentina al generar divisas gracias a sus ventajas comparativas. En específico, frente a situaciones de escasez de divisas, como las causadas por el alto endeudamiento externo, las políticas económicas han promovido la exportación primaria. Como resultado, los sectores primarios detentaron una mayor relevancia en la economía argentina en lo que refiere a su gravitación en las exportaciones, la infraestructura y al acceso al financiamiento. Sus ventajas comparativas les permiten generar un excedente considerable, atrayendo así financiamiento externo y profundizando la naturaleza primaria de la estructura productiva.

En segundo lugar, la inserción internacional en materia comercial permitió

que se generen las condiciones propicias para el despliegue de múltiples tipos de transacciones reflejadas en varios renglones del balance cambiario. El excedente generado por los sectores primarios atrae grandes flujos de financiamiento externo. No obstante, la volatilidad de los flujos financieros podría desencadenar inestabilidad macroeconómica en economías que poseen restricciones externas, situación que se vería exacerbada por los niveles elevados de endeudamiento y las prácticas de endeudamiento dentro de las empresas. Además, este financiamiento no siempre se emplea para incrementar las capacidades productivas, sino que a menudo se utiliza tanto en activos financieros como en salidas de capitales. Por otra parte, una porción del excedente generado es captado por el sistema financiero a partir del pago de intereses debido al mencionado flujo de endeudamiento. Por lo tanto, es importante distinguir entre la capacidad de generación de excedentes de la economía productiva de su capacidad de retención de dichos excedentes.

En tercer lugar, se ha señalado en varias ocasiones que la inserción productiva está estrechamente vinculada a la inserción financiera, fenómeno que se ve reproducido gracias a una amplia red de transacciones intrafirma en línea con la planificación fiscal de las grandes compañías exportadoras. Estas estrategias empresariales agravan la restricción externa y perjudican fiscalmente a los Estados, dado que se busca profundizar la salida de capitales con la finalidad de abonar menos impuestos.

Por estas razones, emerge un punto de debate, ya que las políticas económicas se encuentran entrapadas al pretender favorecer a los sectores bajo estudio con la esperanza de un futuro despegue. No obstante, la inserción internacional que se propone en el marco de la financiarización subordinada constituye un obstáculo para el desarrollo económico.

Referencias bibliográficas

Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (2018). *Estudios sobre financiación en América Latina*. CEPAL.

Aduana denunció una millonaria maniobra de subfacturación en exportación de litio, de cuánto es la multa (11 de junio de 2022). *El Cronista*. <https://www.cronista.com/economia-politica/aduana-denuncio-una-maniobra-de-subfacturacion-en-exportacion-de-litio-de-cuanto-es-la-multa/>

Arceo, E. (2011). *El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones en la economía mundial*. Cara o Ceca.

BAE Negocios (6 de octubre de 2022). La AFIP denunció a una empresa por subfacturar exportaciones en casi \$190 millones. *BAE Negocios*. <https://www.baenegocios.com/economia/La-AFIP-denuncio-a-una-empresa-por-subfacturar-exportaciones-en-casi-190-millones-20221006-0022.html>

Barrera, M. (2012). Las consecuencias de la desregulación del mercado de hidrocarburos en argentina y la privatización de YPF. *Cuadernos del CENDES*, 29(80), 101-129.

Barrera, M., Kennedy, D., Palermo, H. y Schorr, M. (2015). *Impacto socioeconómico de YPF desde su renacionalización (ley 26.741). Desempeño productivo e implicancias sobre los mercados laborales y el entramado de proveedores*. CEPAL.

Basualdo, E. M. y Wainer, A. G. (2020). *Restricciones al desarrollo en la Argentina actual: el comercio exterior y la cúpula empresaria*. Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales.

Bertola, L., y J. A. Ocampo (2010). *Desarrollo, vaivenes y desigualdad. Una historia económica de América Latina desde la independencia*. CEPAL.

Bisang, R., G. Anlló, M. Campi e I. Albornoz (2009). Cadenas de valor en la agroindustria. En Kosacoff, B. y Mercado, R. (eds.) *La Argentina ante la nueva internacionalización de la producción: crisis y oportunidades* (pp. 218-276). CEPAL.

Bruno, V. y Shin, H. S. (2017). Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis. *The Review of Financial Studies*, 30(3), 703-749.

Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A. y Powell, J. (2022). Financialised capitalism and the subordination of emerging capitalist economies. *Cambridge Journal of Economics*, 46(4), 651-678.

Cassini, L., García Zanotti, G. y Schorr, M. (2020). Estrategias de financiarización en las producciones primarias de la Argentina durante los gobiernos del kirchnerismo (2003-2015). *Economía e Sociedade*, 29(2), 639-668.

Crotty, J. (2002). The effects of increased product market competition and

changes in financial markets on the performance of nonfinancial corporations in the neoliberal era. *Seul journal of economics*, 15(2).

de Camino, C., Caldentey, E. P. y Vera, C. (2023). Non-financial corporations as financial intermediaries and their macroeconomic implications: an empirical analysis for Latin America. En Gevorkyan, A. D. (ed.) *Foreign Exchange Constraint and Developing Economies* (pp. 71-98). Edward Elgar Publishing. https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/20432_4.html

De la Torre, D. y Moscheni, M. (2020). Minería metalífera en San Juan. Transformaciones socioeconómicas territoriales. En Gorenstein, S. (eds.). *Territorios primarizados en la Argentina. Viejas y Nuevas fragilidades socioeconómicas* (pp. 147-184). CK editora.

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

Estarrelles, S. (2011). Situación de la minería en Argentina. *AEDA y FES*. <https://library.fes.de/pdf-files/bueros/argentinien/O8611.pdf>

Fernández, V. R. (2015). Global value chains in global political networks: Tool for development or neoliberal device? *Review of Radical Political Economics*, 47(2), 209-230.

Gaggero, J., Rua, M. y Gaggero, A. (2013). *Fuga de capitales iii. argentina (2002-2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes*. CEFID-AR. Documento de Trabajo (52).

Gereffi, G. y Fernandez-Stark, K. (2011). Global value chain analysis: a primer. Center on Globalization, Governance & Competitiveness (CGGC). Duke University. <https://dukespace.lib.duke.edu/server/api/core/bitstreams/fd7a47dedf3b-4a75-9749-e5113e28def3/content>

Gereffi, G. (2017). Global value chains in a post-Washington Consensus world. In *Global Value Chains and Global Production Networks* (pp. 9-37). Routledge.

Gorenstein, S. (2016). Empresas transnacionales en la agricultura y la producción de alimentos en América Latina y el Caribe. *Nueva Sociedad*. https://static.nuso.org/media/documents/Analisis_Gorenstein.pdf

Grondona, V. y M. Burgos (2015). *Fuga de capitales VI. Argentina 2015. Estimación de los precios de transferencia. El caso del complejo sojero*. CEFID-AR, Documento de Trabajo (71).

Grondona, V. (2015). La manipulación de los 'precios de transferencia' y la fuga de capitales en Argentina. *Ola Financiera*, 8(20), 175-196.

Gutman, G. y Feldman, S. (1989). La industria aceitera en la Argentina: un caso de expansión productiva orientada al mercado mundial, Proceso de industrialización y dinámica exportadora: las experiencias de las industrias aceitera y siderúrgica en la Argentina. *CEPAL*. Documento de trabajo (32), 1-96.

Katz, J. (2023). ¿Quo vadis, América Latina? Las dos caras del nuevo capita-

lismo latinoamericano. *Revista de la CEPAL*, 2023(140), 7-21.

Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-economic review*, 3(2), 173-208.

Kulfas, M. (2005). Internacionalización financiera y fuga de capitales en América Latina. *FLACSO-Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales*.

Landriscini, G. (2020). Hidrocarburos de reservorios no convencionales en la cuenca Neuquina. El desarrollo de Vaca Muerta. En Gorenstein, S. (eds). *Territorios primarizados en la Argentina. Viejas y Nuevas fragilidades socioeconómicas* (pp. 93-146). CK editora.

Marín, A. (2016). Las industrias de recursos naturales como plataforma para el desarrollo de América Latina. Denzin, C. y Cabrera, C. (eds.). *Nuevos enfoques para el desarrollo productivo. Estado, sustentabilidad y política industrial* (pp.1-316). Fundación Friedrich Ebert.

Naspleda, F. D. (2021). Las estrategias de las principales empresas agroindustriales de soja en Argentina 1980- 2011: los casos de Bunge, Cargill y LDC desde un enfoque internacional. *Mundo agrario*, 22(50), e170. <https://doi.org/10.24215/15155994e170>

Pellegrini, J. L., A. Castagna, M. Liendo y A. Martínez (2013). Caracterización de la estructura industrial del área San Lorenzo-Puerto San Martín. *Décimas Jornadas Investigaciones en la Facultad*. Universidad Nacional de Rosario.

Pérez Barreda, N., Kofman, M. y Abraham, L. (2018). El capital extranjero en la transformación de la industria aceitera argentina de las últimas décadas (1970-2010). En N. Lanciotti y A. Lluch (eds.) *Las empresas extranjeras en Argentina desde el siglo XIX al siglo XXI* (pp. 171-197). Imago Mundi.

Plan Argentina Productiva 2030 (2023). *Plan para el Desarrollo Productivo, Industrial y Tecnológico*. Presidencia de la Nación Argentina.

Powell, J. (2013). *Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations*. University of London. <https://core.ac.uk/download/pdf/19090664.pdf>

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.

Shin, H. S. (2014). The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies. In *Volatile Capital Flows in Korea: Current Policies and Future Responses* (pp. 247-257). Palgrave Macmillan US.

Thirlwall, A. P. (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *BNL Quarterly Review*, 32(128), 45-53.

Tørsløv, T. R., Wier, L. y Zucman, G. (2018). The missing profits of nations. *National Bureau of Economic Research*. Working paper (24701).

Bases de datos

AFIP. *Anuario de Estadísticas tributarias*. <https://www.afip.gob.ar/estudios/anuario-estadisticas-tributarias/>

BCRA. *Balance cambiario*. https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Estad%C3%ADsticas_Mercado_de_cambios.asp