



Escuela Superior de Economía y Administración de Empresas

Doctorado en Administración de Negocios

Auge y crisis de los mercados financieros en la Argentina:

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires y las empresas cotizantes entre 1935 y 1970.

Tesis de doctorado

Candidato

Lionel Barbagallo, Profesor de Historia (UBA)

Director: Dr. Marcelo Norberto Rougier

Co Director: Dr. Carlos Vicente Newland

Octubre de 2018

Resumen

En la actualidad, la Argentina cuenta con uno de los mercados financieros menos desarrollados de la región. No obstante, este no fue siempre el caso. La literatura ha reconocido un elevado grado de desarrollo financiero en la Argentina durante las primeras décadas del siglo XX, pero en algún momento alrededor de los años centrales del siglo, esta situación se transformó rotundamente dando lugar a un proceso de marcado deterioro. Trabajos previos han explicado este fenómeno como el resultado de inestabilidad institucional y del alza de la inflación. Pero, a diferencia de las primeras décadas del siglo, han sido pocos los investigadores que se han dedicado con profundidad al estudio de este período, por lo que no conocemos con detalle las características de los mercados financieros durante esos años, ni tenemos una idea de la cronología del proceso de deterioro. Algunos investigadores han filiado el deterioro de los mercados tan temprano como la década de 1930 y otros con la llegada del Peronismo en 1946. Nuestro trabajo busca avanzar sobre estas imprecisiones, buscando comprender la dinámica de los mercados financieros en la Argentina entre 1930 y 1970. Para ello, se ha focalizado el trabajo en el estudio del mercado de valores privados de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y de las empresas cotizantes a partir del análisis las memorias anuales, boletines semanales y anuarios estadísticos de la Bolsa de Comercio. Los resultados de nuestra investigación revelan un desarrollo financiero mucho más complejo del que dejaban entrever los trabajos previos. Entre 1935 y 1948 el nivel de actividad bursátil fue ascendente y hasta inicios de la década de 1960 permaneció en niveles elevados. No fue hasta la crisis del desarrollismo en 1962 que la actividad bursátil y los mercados financieros en general experimentaron un marcado retroceso. Hemos podido comprobar que la trayectoria del mercado bursátil estuvo más condicionada por el reparto de ganancias de las empresas cotizantes, que por el fenómeno inflacionario. A su vez, hemos relacionado la caída del reparto de ganancias, con una disminución en la rentabilidad de las empresas, especialmente aguda durante los años 1960.

Índice de contenidos

Introducción

El problema	5
La investigación	11
Metodología de trabajo y fuentes	15
Exposición del trabajo	19

Capítulo I: Estado de la cuestión

Introducción	22
Desarrollo financiero y desarrollo económico	22
Desarrollo financiero en la Argentina	26
La rentabilidad de las empresas	38

Capítulo II: Los valores privados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1930/1970)

Introducción	49
Los valores privados en el largo plazo: un repaso de los trabajos previos	52
Los valores privados en el largo plazo	53
Los valores privados durante la industrialización sustitutiva: participación sectorial, emisiones y capitalización	63
Una cronología del proceso	
<i>El despegue de un mercado: cambios económicos e institucionales (1935-1945)</i>	69
<i>El boom peronista</i>	75
<i>Crisis y recuperación durante los años 1950</i>	78
<i>El boom desarrollista</i>	80
<i>La bolsa de valores en los años 1960</i>	83
Sustitución de activos e inflación	85
Instituciones, inflación, rentabilidad y desintermediación financiera	88
Reflexiones finales	92
Anexos	93

Capítulo III: Una empresa durante el auge del mercado, Alpargatas (1921-1950)

Introducción	96
La industria textil en Argentina y Latinoamérica	98
La Fábrica Argentina de Alpargatas entre 1921 y 1950	
<i>La empresa</i>	107
<i>Las fuentes de financiación</i>	110
<i>La tasa de ganancia en el largo plazo</i>	112
Reflexiones finales	122

Capítulo IV: Rentabilidad, empresas y mercados, los casos de Alpargatas y Acindar durante el Peronismo

Introducción	125
El contexto económico durante la década de 1940 y la reforma financiera de 1946	128
El impacto de la reforma financiera sobre los sectores textil y sidero – metalúrgico	132
Los estudios de caso: Alpargatas y Acindar durante el Peronismo	
<i>Las empresas</i>	138
<i>El acceso al crédito</i>	139
<i>Las estrategias de financiamiento</i>	141
<i>La rentabilidad</i>	147
<i>La contribución de los resultados financieros a las utilidades</i>	149
Las empresas en el mercado	153
Reflexiones finales	156

Capítulo V: Mercado, empresas y rentabilidad durante la década de 1960

Introducción	160
Rentabilidad Empresarial durante los años 1960	163
Un grupo de empresas en el mercado	170
Aproximando la rentabilidad empresarial	178
Reflexiones finales	183

<u>Conclusiones</u>	191
----------------------------------	-----

Materiales consultados

Fuentes primarias	207
Publicaciones periódicas	207
Bases de datos	207
Artículos periodísticos y discursos	208
Bibliografía	209

Introducción

El problema

Actualmente, la Argentina cuenta con uno de los mercados financieros menos desarrollados de la región. En palabras de Federico Sturzenegger (2017), ex-presidente del Banco Central de la República Argentina (BCRA):

(...) mientras que el crédito total aquí no supera el 12% del PBI, en Chile representa el 90%, cerca del 60% en Brasil, y del 50% en Bolivia. Si no existe un sistema financiero profundo que garantice un acceso abundante al crédito, sólo los que ya poseen capital serán capaces de llevar a la práctica sus ideas y proyectos. Es tan grande la discrepancia con otros países, que debería ser sencillo para el trabajo académico dilucidar qué es lo que ha pasado...

Esta realidad se repite en cualquiera de los indicadores financieros que decidamos relevar. Por ejemplo, si pensamos en el crédito hipotecario, en 2012, el stock de crédito total representaba en la Argentina el 1,3% del PBI, por detrás de Brasil, con el 4,1%, Perú, con el 4,4% y muy lejos de los países más desarrollados en este sentido: Chile, donde el crédito hipotecario alcanzaba el 17% y Panamá, donde representaba el 21%. Incluso más, el grueso del crédito disponible en la Argentina ha sido absorbido de 2003 en adelante por la financiación al consumo.¹

Pero uno podría encontrarse tentado a suponer que esta problemática se restringe a un simple problema de intermediación, donde los bancos y demás instituciones financieras tienen problemas para canalizar el ahorro. Esta idea se cae rápidamente cuando comprobamos que no es un problema exclusivo del sistema bancario sino uno más general: la Argentina es incapaz de generar ahorro y canalizarlo hacia la formación de activos financieros locales. Consecuentemente, el público no ahorra en moneda local e incluso lo que atesora en divisas permanece fuera del sistema financiero. Una simple comprobación

¹ Ver “Créditos hipotecarios: la Argentina, a la cola de los países de la región”, (18/07/2012), La Nación, disponible on - line <https://www.lanacion.com.ar/1491516-hipotecas-en-america-latina-la-argentina-a-la-cola-de-los-paises-de-la-region>

bastará para captar la dimensión de este problema: en 2017, el agregado monetario amplio (M3) representó para la Argentina 28,7% del PBI, nivel inferior al de Brasil, con el 99,2%, Chile, con el 82,93%, e incluso Bolivia, con el 92,5%.²

Este escenario vuelve a repetirse al observar el mercado de valores privados de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Muy pocas empresas cotizan en el mercado, el nivel de emisiones es bajo y las transacciones en el mercado secundario bastante limitadas. Todo esto hace que el mercado local sea el menos desarrollado de la región. Medidos por la capitalización de las empresas cotizantes, el mercado de Buenos Aires representa el 10% del PBI, mientras que en Brasil, Perú, Colombia, México y Chile, la capitalización bursátil llega al 28%, 29%, 29%, 35% y 79% del PBI respectivamente.³ Si nos referimos a los principales centros financieros mundiales, esta diferencia sigue expandiéndose: en los Estados Unidos, la capitalización de las empresas cotizantes en sus mercados superó en 2015 el 143% de su PBI.⁴

Este subdesarrollo financiero acarrea varios efectos negativos sobre la economía. El más directo pasa por la imposibilidad de financiar proyectos productivos, especialmente aquellos de largo plazo. Si ya son bajas las posibilidades de conseguir fondos de corto plazo, la posibilidad para cualquier empresa de conseguir financiación a largo plazo en un mercado de estas características es casi nula. Por otro lado, el escaso desarrollo del sistema financiero puede llevar en ciertos casos a una asignación ineficiente del capital. Teniendo en cuenta que los mercados financieros actúan reduciendo la asimetría de información, conectando ahorro con inversión del modo más eficiente posible, la ausencia de tales mercados puede causar una locación poco productiva de los fondos.⁵ Entonces, no sólo es perjudicado el ahorrista, por no obtener de sus fondos el mayor retorno posible; el empresario, por no obtener financiación para su proyecto competitivo, sino que también es

² Fuente: *International Financial Statistics*, Fondo Monetario Internacional

³ Daghero, Matías. (06/10/2017). El economista. Disponible *on line* en <http://www.eleconomista.com.ar/2017-10-mercado-local-menos-desarrollado-toda-la-region/>

⁴ A diciembre de 2015. Fuente: Fred, St. Louis Fed. Disponible *on line* en <https://fred.stlouisfed.org/series/DDDM01USA156NWDB>

⁵ Sobre las funciones de los mercados financieros, ver Levine (2005)

perjudicada la productividad global de la economía por una asignación poco eficiente de los recursos.

Otra faceta de este problema es la imposibilidad de generar un mercado de viviendas sólido y estable. Esto perjudica principalmente a sectores medios y bajos, que no pueden acceder a la vivienda propia y en cambio permanecen como inquilinos toda su vida. De este modo, la insuficiencia del desarrollo financiero impacta directamente en la calidad de vida de los sectores más bajos, lo que demuestra que la ausencia de un sistema financiero sólido no perjudica únicamente a los sectores más elevados de la sociedad. Asimismo, el escaso desarrollo del crédito hipotecario tiene consecuencias negativas sobre la construcción, que ve su mercado fuertemente restringido. En otros países, la actividad de la construcción residencial se ha constituido en un sector económico importante, generando nuevas oportunidades de negocios, de empleo y apuntalando el desarrollo económico.

En este contexto, el Estado también se ve perjudicado por la inexistencia de mercados de capitales fuertes, ya que experimenta dificultades para financiar la deuda pública, poniendo en riesgo la ejecución de proyectos de largo plazo, pero también la cobertura del déficit corriente. Pero la inexistencia de un mercado financiero profundo no sólo limita en ciertos casos la actividad estatal, sino lo que es más problemático, lo fuerza a recurrir a mercados externos, incrementando el endeudamiento en divisas. De este modo, lo que inicialmente se limitaba (al menos en teoría) a un problema financiero se convierte en determinado momento en un problema de solvencia externa de la economía (lo que ha ocurrido cíclicamente en la Argentina desde 1982 al menos).

La ausencia de instituciones financieras sólidas implica muchas veces el desarrollo de intermediarios extrabancarios, no regulados, que operan al margen del sistema oficial, por ejemplo entidades financieras extrabancarias, “cooperativas” de crédito y mutuales.⁶ Esto se traduce no sólo en condiciones de calificación más restrictivas, sino plazos más cortos, financiaciones menores, y especialmente, tasas más elevadas. De este modo, se configura

⁶ Fenómeno que tomó fuerza a partir de los años 1960 y continúa vigente desde entonces. Al respecto ver Itzcovich (1969a; 1969b), Noya (1970), Berardi (1974), López & Rougier (2012).

una suerte de mercado financiero “subterráneo” (que no necesariamente refiere a ilegal), que funciona con reglas completamente diferentes (y más duras) que el mercado oficial o regulado. Aunque en general este tipo de mercados se ha vinculado con la financiación al consumo, es verdad que un conjunto importante de empresas, especialmente pequeñas, debe recurrir sistemáticamente a este tipo de instituciones. Esta situación se profundiza aún más en momentos de crisis económica, ralentización de la cadena de pagos y falta de liquidez en plaza, donde muchas empresas se ven obligadas a recurrir a este tipo de financiamiento para mantener su funcionamiento diario.

Estos problemas se tornan más relevantes si pensamos, como sostiene cierta literatura, que existe una relación estrecha entre desarrollo financiero y crecimiento económico. En este sentido, el grado de desarrollo financiero de una economía puede utilizarse como un indicador de desarrollo económico y un buen predictor de su trayectoria futura⁷. Por eso mismo, situar y entender las causas del escaso desarrollo financiero en la Argentina se torna un problema de primer orden.

Pero la Argentina no siempre tuvo estos problemas. Hasta mediados de siglo XX, tanto el sistema bancario como la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se ubicaban entre los más sofisticados a nivel mundial. Existe cierto consenso en que la Argentina fue, al menos hasta 1930, un país con mercados financieros relativamente desarrollados.⁸ Aunque no fue un crecimiento exento de problemas, diversos indicadores colocan al desarrollo local sólo por detrás de los principales centros capitalistas de la época: los Estados Unidos e Inglaterra, y muy por delante del contexto Latinoamericano.⁹ Durante la primera mitad del siglo XX existió en la Argentina un desarrollado mercado hipotecario, capaz de financiarse a largo plazo en el mercado de valores mediante la *securitización* de los créditos (a través de la Cédula Hipotecaria) (Cortés Conde, 2011; Corso, 2015). Asimismo, el crédito bancario

⁷ En el marco teórico se repasan los principales debates al respecto. De forma orientativa, se recomienda el estado del arte presentado por Levine (2005).

⁸ Una discusión más extensa se presenta en lo que sigue de la introducción y en profundidad en el estado de la cuestión. Principalmente nos referimos a los trabajos de Streb (1998), Nakamura & Zarazaga (2001), Prados de la Escosura & Sans Villarroja (2004), Cortés Conde (2011) y Corso (2015).

⁹ Sobre los problemas del sistema financiero durante el período ver Della Paolera & Taylor (2003) y Newland (2016). Sobre desarrollo financiero ver Nakamura & Zarazaga (2001).

como fracción del producto se ubicó en niveles comparables a los principales países del mundo y muy por delante de la región. Lo mismo puede decirse respecto a los agregados monetarios y diversos indicadores bursátiles (Nakamura & Zarazaga, 2001).

Entonces ¿Cuándo nos convertimos en el mercado subdesarrollado que apuntamos más arriba? Probablemente en algún momento entre las décadas de 1930 y 1960, aunque la discusión sobre su cronología exacta y causas están abiertas. Una primera aproximación a los indicadores antes referidos permitirá comprobar que en el transcurso de estas décadas disminuyó el crédito bancario, cayeron los agregados monetarios, y diversos indicadores del mercado de valores se tornaron adversos. Lo que es seguro, y en esto la bibliografía ha alcanzado cierto consenso, es que durante la segunda mitad del siglo XX la Argentina recorrió el camino inverso a la primera mitad, al menos en lo que a desarrollo financiero supone (Della Paolera & Ortiz Batalla, 1995; Streb, 1998; Prados de la Escosura & Sans Villarroja, 2004; Corso, 2015). Los autores que han abordado el proceso se han referido a distintos momentos (y procesos) para filiar el quiebre del patrón de desarrollo. Nakamura & Zarazaga (2001) lo han relacionado con el contexto económico e institucional que se abre en la década de 1930. Lo mismo han realizado Prados de la Escosura & Sans Villarroja (2004). Streb (1998) y Corso (2015) lo han relacionado con la emergente de una dinámica devaluatoria e inflacionaria durante la década de 1950, en especial luego de 1958. Aunque estas interpretaciones se circunscriben al marco más general antes adelantado, debe notarse que refieren a procesos políticos y económicos completamente diferentes. Son pocos los nexos que se pueden establecer entre el contexto político y económico de la década de 1930, con el que se abre luego del advenimiento del Peronismo. Al margen de la caracterización política, a nivel financiero la década de 1930 poco tiene que ver con el escenario posterior a 1946.¹⁰

Las líneas interpretativas previas se han dividido entre adjudicar el declive a factores institucionales; por ejemplo en los trabajos de Nakamura & Zarazaga (2001), o de Prados de la Escosura & Sans Villarroja (2004); o al efecto de la inflación en los trabajos de Streb

¹⁰ Para una comparación de los distintos contextos financieros puede verse Olarra Jiménez (1968) y Rougier & Sember (2018).

(1998) y Corso (2015). En cierto punto, ambas explicaciones convergen en un esquema interpretativo, en algunos trabajos más explícito que en otros. La inflación representa, en última instancia, una manifestación de vicios institucionales y desconocimiento de contratos jurídicos y sociales (Streb, 1998; Corso, 2015). Por otro lado, inestabilidad institucional y política en las altas esferas de la vida pública puede devenir fácilmente en la implementación de políticas expansivas e inflacionarias. Así, estas explicaciones terminan depositando el peso de la explicación en un factor institucional de algún tipo. Pero incluso si *ceteris paribus* reconociésemos el efecto nocivo de la inflación sobre el desarrollo financiero, quedarían aún diversos aspectos por resolver. Aunque se ha establecido en la bibliografía el efecto nocivo de la inflación sobre el desarrollo de los mercados financieros, no es evidente que eso lleve a su completa desarticulación (Reilly, 1997; Streb, 1998; López & Rougier, 2012). En última instancia, un sistema financiero articulado en base a contratos indexados, podrá ser poco eficiente, pero es viable. En tanto y en cuanto la inversión tenga en términos reales un retorno positivo, existirá algún incentivo para invertir capitales. Si bien el alza de la inflación incidirá en el aumento de la tasa nominal y real demandada por el inversor, no implica necesariamente la imposibilidad de la intermediación financiera. Por otro lado, las tasas inflacionarias de la Argentina durante el período de retroceso del mercado fueron moderadas, en torno al 20% anual. En cambio, contextos hiperinflacionarios posteriores no han evidenciado una profundización de la crisis, como se esperaría si el efecto nocivo de la inflación fuese lineal. Por otro lado, al menos en el caso de las acciones de sociedades anónimas, estas representan derechos y obligaciones sobre el capital de las mismas, y por ende a la apropiación del flujo de fondos (dividendos) de ellas resultantes. Es decir, aunque sea indirectamente, este activo financiero se encuentra respaldado por activos reales. Representando activos reales, la inversión en acciones no necesariamente debiera sufrir una crisis tan profunda como la experimentada en la Argentina, si la causa principal de la misma radicase en el fenómeno inflacionario.

La investigación

Identificamos en este debate un campo de vacancia teórica, sobre el cual nuestro trabajo buscará avanzar. Nuestro objetivo será comprender el proceso de desarticulación de los mercados financieros en la Argentina previamente descripto. Para ello, se estudiará el problema del desarrollo y la crisis de la intermediación financiera a partir del análisis de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires entre las décadas de 1930 y 1960 (inclusive), específicamente, del mercado de acciones. Aunque en términos globales podemos hablar de una multiplicidad de agentes e instituciones intervinientes en los mercados financieros, focalizaremos nuestra atención en el estudio del ámbito bursátil, ya que consideramos que las conclusiones que podemos extraer de su análisis, con cierto cuidado y precauciones, pueden otorgar ciertas pistas e ideas para pensar la dinámica más compleja del sistema financiero en su conjunto. De este modo, dejaremos de lado el análisis en profundidad del otro gran actor por excelencia del mercado financiero: el sistema bancario. No obstante, no dejamos de reconocer que los mecanismos de financiación bien pueden ser sustitutos y/o complementarios, por lo que, una mirada completamente circunscripta al ámbito bursátil bien puede perderse de otros aspectos más generales del proceso. Por ello, haremos las menciones y referencias pertinentes al sistema bancario, y demás intermediarios financieros, en la medida en que sea pertinente para la comprensión del fenómeno abordado.

El objetivo general del trabajo es describir la trayectoria del mercado de acciones de la BCBA entre las décadas de 1930 y 1960. Aunque existen trabajos que han abordado aspectos y momentos parciales de esta trayectoria, aún no se ha presentado un enfoque general de largo plazo.¹¹ Los avances de esta investigación permitirán elaborar una cronología más exacta respecto a las fluctuaciones y tendencias del mercado. De esta manera, estaremos en mejores condiciones para evaluar las fases de desarrollo y retracción del mercado, punto sobre el cual existe un acuerdo bastante difuso, como fue mencionado

¹¹ Alemann (1956) ha realizado un minucioso análisis de la actividad bursátil que cubre hasta la fecha de publicación del trabajo. Schvarzer (1990) ha extendido el horizonte de análisis hasta 1990. Más recientemente, los trabajos de Rougier (2011) y López & Rougier (2012) han vuelto a problematizar el rol del mercado de valores como fuente de financiación de la inversión durante la industrialización sustitutiva.

previamente. Esta tarea requerirá la construcción de diversas estadísticas relativas a la actividad bursátil: un índice de cotizaciones, indicadores de retornos y de transacciones efectuadas. Por último, y probablemente sea la contribución más importante del trabajo, analizaremos los *drivers* estructurales de la trayectoria del mercado, poniendo especial foco en las causas del declive y crisis durante las década de 1950 y 1960.

A lo largo del trabajo se demostrará que entre 1935 y 1949 la actividad bursátil se incrementó notoriamente, hasta alcanzar niveles muy elevados, que llevaron a colocarla entre las más activas del mundo (lo que en el contexto de la Segunda Guerra mundial debe relativizarse, ya que gran parte de los centros financieros mundiales se hallaban en dificultades). Tanto las cotizaciones, como los niveles de transacciones de papeles privados aumentaron marcadamente, mientras que diversas empresas, especialmente industriales, lograron conseguir importantes sumas de capitales en el ámbito bursátil. Pero este crecimiento se detuvo en 1949 y a partir de ese año, diversos indicadores comenzaron a deteriorarse. No obstante, vistos desde 1959 los resultados no fueron enteramente negativos. A pesar del retroceso de la década de 1950, el ámbito bursátil era todavía mucho más activo que a fines de los años 1930 e inicios de los 1940. Asimismo, tanto en lo que refiere a los precios, como al nivel de transacciones, los mismos se hallaban en línea con los promedios históricos del período 1900-1950. Finalmente, luego de la dura década de 1950 las cosas parecieron mejorar. Durante el Frondicismo, entre 1958 y 1961, diversos indicadores de actividad bursátil mejoraron nuevamente. Aunque no logró alcanzar los precios de 1949, el nivel de transacciones se incrementó, el ingreso de nuevas empresas fue intenso, y la emisión de nuevos capitales alcanzó niveles muy elevados. Pero este auge fue transitorio. Una caída que parecía cíclica, vinculada con la recesión de 1962 y 1963, deprimió la actividad bursátil a niveles sin precedentes. De allí en adelante la actividad en el ámbito bursátil no logró mejorar, permaneciendo en una trayectoria francamente descendente hasta mediados de la década siguiente. Luego de 1961, la caída de la actividad bursátil fue tan acentuada que virtualmente puede decirse que para fines de la década, el mercado bursátil había desaparecido.

A lo largo del trabajo, buscaremos probar que la crisis de la actividad bursátil durante las décadas de 1950 y especialmente durante los años 1960 se relaciona directamente con la disminución en la rentabilidad de las empresas cotizantes, hecho manifiesto en la caída y desaparición del dividendo en efectivo. No obstante, sobre este punto tampoco existe un consenso cerrado en la literatura. Ciertos trabajos sustentan este punto de vista, pero otros presentan conclusiones contrarias. Para poder evaluar satisfactoriamente la hipótesis propuesta se deberá profundizar en el estudio económico de las empresas cotizantes. Por ello, una vez presentados los resultados de nuestra investigación sobre la trayectoria del mercado, la investigación se desplazará desde el estudio del ámbito bursátil al estudio de las empresas en sí mismas.

Existen dos grandes líneas de estudio sobre rentabilidad: la que parte de un enfoque macroeconómico y trabaja con series de cuentas nacionales, y la que parte de un enfoque microeconómico y trabaja a partir de estados contables de empresas. Estos enfoques, no sólo se diferencian en la metodología y fuentes, sino también en el objeto y objetivos de las investigaciones. Mientras que los primeros más bien priorizan el análisis global y agregado, problematizando el retorno social, productividad o eficiencia de la inversión, los segundos se centran más bien en la perspectiva del empresario, es decir, en la rentabilidad obtenida para su capital. Aunque en algún punto estos problemas se vinculan, la relación entre ambas esferas dista de ser directa y está sujeta a múltiples mediaciones. Por ello, nos referiremos principalmente a los estudios que han trabajado desde la óptica microeconómica, ya que es la que mejor se ajusta a los comportamientos del mercado y más capacidad explicativa tiene respecto a las decisiones de los agentes económicos, como invertir o no en una empresa, comprar o vender una acción. Asimismo, existen diversos problemas metodológicos y de fuentes que nos llevan a desconfiar de los resultados del enfoque macro.¹² De todos modos, en el estado de la cuestión de la tesis haremos un repaso por ambos enfoques, para que el lector tenga una idea cabal del estado actual del debate.

¹² Existen problemas en la confección de las cuentas nacionales argentinas, lo que lleva a que muchas series sean poco precisas. Tal problema ha sido puesto de relieve por Randall (1976) y Sourrouille (1978).

Arnaudo (1975) ha analizado la evolución de 58 empresas industriales maduras entre 1940 y 1967.¹³ Señala que sus rendimientos fueron muy elevados hasta 1945 y se mantuvieron en niveles importantes, pero ligeramente inferiores hasta 1949. De allí en adelante, el autor encuentra una trayectoria francamente descendente, que se habría mantenido hasta fines del período analizado. Un trabajo de Martineja *et al.* (1967) ha analizado un período más restringido entre 1956 y 1964, pero ha llegado a conclusiones de similar tono a las de Arnaudo. Esta investigación señala que el beneficio del sector manufacturero entre 1956 y 1964 fue negativo, ya que en seis de los nueve años bajo estudio se habrían registrado pérdidas, no siendo compensadas por las ganancias de los otros años. En base a estos trabajos, podemos delimitar una primera línea interpretativa que presenta un panorama bastante negativo sobre la trayectoria de las empresas durante los años 1950 y 1960, lo que se ubica en relación con la hipótesis que sostenemos. Pero, como señalamos anteriormente, no todos los investigadores están de acuerdo con estas conclusiones.

Resultados más optimistas son presentados por Petrei (1973) y Guerberoﬀ (1977). Para estos investigadores la industria obtuvo importantes rentabilidades positivas. Según Petrei (1973), la misma fue de un 11% anual entre 1961 y 1967, mientras que Guerberoﬀ (1977) sostiene que durante la década de 1960 se dio una mejora en relación a la década de 1950, la que estuvo vinculada especialmente a la instalación del capital externo. Entre 1949 y 1955, las empresas analizadas por Guerberoﬀ (1977) arrojaron una rentabilidad promedio del 3,9% anual, mientras que entre los años 1956 y 1967 el sector industrial alcanzó una rentabilidad anual media del 6,7%. Como puede notarse, estas conclusiones discuten directamente los resultados de Arnaudo y Martineja. Es evidente que en esta situación no podrá evaluarse satisfactoriamente nuestra hipótesis. Así planteado el problema, el único camino posible para avanzar en la investigación es producir evidencia que nos permita evaluar con mayor exactitud la situación económica de las empresas.

¹³ Correspondientes principalmente a los sectores textil, alimenticio y metalúrgico.

Metodología de trabajo y fuentes

A continuación describiremos las principales características y fundamentaciones de la metodología empleada para el análisis de cada problema específico de la investigación. Esto no va en perjuicio de la construcción o inclusión de otras estadísticas, series, materiales y/o fuentes complementarias, que permitan reforzar o complementar la argumentación realizada. Por ello, para un detalle exacto de las discusiones, criterios metodológicos y fuentes utilizadas, remitimos al lector a la lectura del estado de la cuestión del trabajo y de cada capítulo en especial.

Para la construcción de estadísticas bursátiles, se han utilizado datos publicados en el Boletín Semanal, las Memorias anuales y los Anuarios Estadísticos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. El punto de partida del trabajo ha sido la construcción de un índice de cotizaciones bursátiles para el período 1935 – 1967. Este recorte cronológico buscó completar un vacío de estadísticas referidas específicamente a estos años, sobre los que existen pocos datos. Para las décadas previas, existe un índice bursátil construido por Nakamura & Zarazaga (2001), que cubre el período 1900 – 1935, mientras que la BCBA comenzó a publicar su propio indicador luego de 1967. De este modo, y a pesar de ciertas diferencias metodológicas en la construcción de los índices (especialmente en lo referido a la selección de la canasta de papeles) buscamos presentar un indicador que cubra todo el siglo XX y permita contextualizar el período bajo estudio en el largo plazo.

En la construcción de este índice de precios, se subdividió el período en tres cortes cronológicos: 1935-1946, 1946-1956 y 1956-1967. Luego, se elaboró una canasta de empresas representativas para cada uno de estos subperíodos. Como se verá a lo largo del trabajo esta decisión responde a que cada momento presentó características específicas bien diferenciadas. Por otro lado, durante las tres décadas bajo análisis, creció de forma marcada la cantidad de empresas cotizantes, prácticamente triplicándose, mientras que se modificó la participación relativa de cada sector y de cada empresa en las transacciones. Esto motivó la realización de cortes cronológicos más pequeños, con rasgos más homogéneos a su interior. Respecto a los criterios de selección de las empresas que componen cada una de

las tres canastas elaboradas, se procuró elegir las principalmente en base a su volumen operado. En general se buscó que en conjunto las empresas incluidas en la muestra representasen la mayor parte del volumen efectivo transado en el mercado. Por este motivo, cada canasta fue variando la cantidad de empresas consideradas: mientras que la primera incluyó 11 empresas y representó alrededor del 82% del volumen efectivo negociado, la segunda incluyó 12 empresas y representó el 72% del volumen negociado y la última incluyó 19 empresas, y representó el 49% del volumen negociado. Asimismo, se descartaron empresas que no cubriesen la mayor parte del subperíodo. A pesar de no haber seguido un criterio de selección probabilístico en su construcción, las canastas elaboradas resultan un buen indicador de la actividad bursátil.

Luego, se procedió al estudio de los volúmenes totales transados en el mercado secundario, lo que no supuso mayores desafíos, ya que los mismos se encuentran expresados en las fuentes de forma explícita, tanto en niveles nominales como efectivos. El mercado primario (emisión de nuevos papeles) de acciones de la BCBA fue en cambio más difícil de analizar. Aunque la Comisión de Valores informó desde 1937 los montos de capitales admitidos a cotización, sus estadísticas no distinguen entre emisión primaria de valores, incorporación a cotización de sociedades previamente existentes (en cuyo caso se incorpora capital a cotización, pero no se emite nuevo capital), o emisiones destinadas a distribuciones de dividendos (lo que es una situación bastante similar a la anterior). Lamentablemente no se ha podido hallar una metodología que pueda superar completamente este obstáculo (más allá de algunas interpolaciones en base a los datos disponibles), por lo que el análisis sobre este punto sea probablemente bastante especulativo. Únicamente se disponen de datos confiables para el período 1955-1965, que han sido recopilados por el BCRA y publicados por la Comisión Nacional de Valores.

Respecto a la situación económica de las empresas cotizantes, ésta ha sido abordada desde el estudio de sus estados contables publicados en el boletín semanal de la BCBA. En lugar de analizar la totalidad de las empresas seleccionadas para la construcción del índice bursátil, se ha optado por realizar estudios de caso específicos. Con ciertas precauciones, las conclusiones extraídas del estudio de estas empresas sirvieron para problematizar la

realidad económica del conjunto de empresas cotizantes, aportando datos para evaluar con mayor precisión la hipótesis del trabajo.

Para el período 1921-1950 hemos analizado la trayectoria de la empresa Alpargatas, una de las principales partícipes del mercado bursátil. Este estudio se ha centrado en el análisis de los resultados económicos y principales indicadores financieros de la compañía, reponiendo los principales hitos en el desarrollo del sector y de la empresa. La trayectoria de esta empresa ha servido para reflexionar sobre ciertos fenómenos vinculados a la etapa de auge y expansión del mercado. Asimismo, ha permitido relacionar el importante aumento de la actividad bursátil con un entorno económico benigno, y niveles de rentabilidad y capitalización empresarial crecientes.

El período Peronista (1946-1955) ha sido abordado a partir del estudio de caso de dos empresas: Alpargatas y Acindar. Al igual que Alpargatas durante las décadas previas, estas empresas figuraron entre las más activas del mercado en función de los volúmenes negociados. Por otro lado, esta selección ha permitido la comparación sectorial: Alpargatas era a esa altura una empresa establecida, de larga trayectoria representante de un sector maduro como el textil, mientras que Acindar era una empresa de reciente creación, exponente de un sector en rápida expansión como era el sidero – metalúrgico. A diferencia del estudio de caso anterior, éste se ha enfocado específicamente en el análisis de la rentabilidad de las empresas, pero ya en un entorno diferente al de las décadas anteriores. Con la reforma financiera de 1946, la expansión del crédito barato y el ascenso de la tasa de inflación se impuso un nuevo escenario que condicionó fuertemente los resultados económicos de las empresas. Esta nueva interacción de variables dio lugar a importantes resultados por exposición a la inflación, no reflejados en los estados contables, de modo que las ganancias contables ya poco tuvieron que ver con la realidad de los negocios sociales.¹⁴ Por este motivo, la metodología empleada en el estudio de caso fue diferente a la utilizada para el período anterior; fue necesario realizar el ajuste por inflación de los activos, y el recalcule de los resultados económicos. Asimismo, se desagregaron los

¹⁴ Sobre el impacto de la inflación en los resultados de las empresas y los estados contables, ver Martineja *et al.* (1967) y Arnaudo (1975).

resultados operativos de los financieros, lo que permitió una evaluación más detallada de la composición de los resultados finales. De este modo, hemos podido comprobar que, como sugería Arnaudo (1975), los resultados operativos de las empresas evidenciaron un marcado deterioro a lo largo del período, pero que a su vez fueron compensados con resultados financieros elevados vía licuación de pasivos, al menos en los años de fuerte inflación.

El período posterior a 1960 es de especial interés, ya que en estos años se consuma el grueso de la caída del mercado. Por lo tanto, es de gran importancia poder evaluar la solidez de nuestra hipótesis en relación a lo acontecido durante este período. Lamentablemente, la complejización de la trama en la propiedad del capital societario y de los estados contables mismos, ha impedido que llevemos a cabo un estudio detallado como el que fue realizado en el caso anterior. En su defecto, para juzgar la situación económica de las empresas, hemos optado por un criterio diferente. En lugar de re ajustar el activo y re estimar los resultados, como se realizó previamente, se han tomado como aproximaciones válidas del activo los valores correspondientes a los revalúos contables de 1960 y 1967 y se ha evaluado la evolución patrimonial entre estas fechas, ajustada por el flujo de caja entre la sociedad y sus accionistas. Aunque estas estimaciones no cuentan con la precisión de los estudios de caso antes presentados, al menos permiten reconstruir una imagen general respecto a la economía de las empresas. Para el análisis propuesto, hemos trabajado con información de cuatro empresas representativas del mercado: Acindar, Alpargatas, Celulosa y Terrabusi. Adicionalmente, para ciertas comparaciones hemos incorporado a la canasta a Bagley.

En todos los casos, el análisis de base cuantitativo ha sido acompañado con el estudio de fuentes cualitativas que permiten dar cuenta del contexto económico, de las empresas estudiadas, y de la dinámica bursátil. Se ha trabajado con una multiplicidad de fuentes que van desde publicaciones oficiales, hasta revistas especializadas y estudios contemporáneos. Dentro de las publicaciones oficiales se ha trabajado con las Memorias Anuales, los Boletines Semanales y los Anuarios Estadísticos de la BCBA y las Memorias Anuales del Banco Central de la República Argentina. Luego, se ha incorporado material de publicaciones especializadas, como las revistas Camoatí, Veritas, Panorama de la

Economía Argentina y el Boletín Techint. Por otro lado, este acervo bibliográfico ha sido complementado con diversos documentos y análisis contemporáneos, como la *Síntesis estadística del mercado de valores durante la década de 1960* (Comisión Nacional de Valores, 1971), los documentos de las *Jornadas para Dirigentes de Bancos*, celebrados a mediados de la década de 1960, y los documentos del *Simposio sobre el Sistema Financiero Argentino* de 1972.

Exposición del trabajo

El lector encontrará el trabajo organizado de la siguiente manera. En el primer capítulo del trabajo se presenta el estado de la cuestión que abarca todos los aspectos relevantes sobre el problema planteado. En el mismo, no sólo se repasan los principales avances referidos a los puntos señalados, sino que se contextualizan críticamente. Una primera parte aborda el problema teórico del desarrollo financiero y su relación con el crecimiento económico. Allí se problematiza la naturaleza de los mercados financieros ¿Qué es un mercado financiero? ¿Qué funciones cumplen? ¿Cómo se relacionan con el crecimiento económico? Repasaremos en esta sección algunos trabajos clásicos y otros aportes modernos. En conjunto, estos avances nos servirán para ir enmarcando la generalidad del problema, a la vez que aportarán interrogantes a los que volveremos a lo largo del trabajo. En una segunda parte del estado de la cuestión presentamos los trabajos que han abordado el problema del desarrollo financiero en la Argentina en el largo plazo e intentan presentar conclusiones generales del proceso. Luego, nos centraremos en los trabajos que han abordado el desarrollo financiero y bursátil específicamente para el marco temporal que aquí estudiamos, o para ciertas coyunturas específicas del mismo. Por último, se presentan los principales avances relativos a la cuestión de la rentabilidad de las empresas a lo largo del período.

El segundo capítulo del trabajo se centra en el análisis de la dinámica bursátil y de la intermediación financiera durante el período bajo análisis. Allí, se presentan los índices y estadísticas elaborados relativos a precios, volúmenes, rendimiento y emisión de acciones. Por otro lado, se realiza un repaso al contexto económico – institucional buscando

comprender su impacto sobre el funcionamiento bursátil. Asimismo, se analizan otros problemas generales relativos al sistema financiero, como la evolución del sistema bancario, diversos mecanismos de sustitución de activos e indicadores varios del sector empresas. Por último, cuando fue posible se ha contextualizado la evolución local en relación a diversos países de la región.

El tercer capítulo presenta la experiencia de la empresa Alpargatas en el largo plazo y cubre el período 1921-1950. Allí, se repasan los principales hitos en el desarrollo de la empresa y del sector textil, haciendo especial énfasis en el estudio de sus resultados - económico financieros. Entre los indicadores presentados, en este capítulo se presentan series de larga duración de rentabilidad, dividendos distribuidos, capitalización bursátil, y retorno total al inversor. Este estudio de caso permitirá complementar algunos de los indicadores presentados en el capítulo previo, al igual que ir avanzando en la dinámica causal del desempeño bursátil, especialmente en lo que hace a la relación entre la *performance* bursátil y económica de la compañía.

El capítulo cuatro se enfoca en el estudio comparativo de los casos de dos empresas durante el período 1946-1955. Aquí, se retoma el estudio de Alpargatas y se incorpora Acindar. El objetivo de este capítulo es analizar específicamente la evolución de la rentabilidad empresarial en un contexto especialmente crítico para la trayectoria del ámbito bursátil. Recordemos que en 1949 comienza la trayectoria descendente del mercado y que además algunas investigaciones previas señalan como el fin del ciclo de elevada rentabilidad industrial de la década de 1940, y el inicio de otro ciclo de largo plazo caracterizado por rendimientos más bajos. Por otro lado, este capítulo presenta evidencia que permite analizar el impacto de la reforma financiera de 1946 sobre la economía de las empresas y ciertos aspectos de su desempeño en un contexto inflacionario.

El capítulo cinco se focaliza en el estudio de la situación económica de las empresas durante la década de 1960. Se presentan diversos indicadores relativos a valuaciones empresariales y se contextualizan en base a los problemas, interpretaciones y evidencia introducidos en trabajos previos. Luego, se complejiza el estudio con el análisis de la

situación patrimonial de un conjunto de empresas seleccionadas: Acindar, Alpargatas, Celulosa y Terrabusi. El análisis presentado aquí nos lleva a criticar la visión optimista del proceso, y permite ponderar de mejor manera las hipótesis negativas. El capítulo presenta evidencia concreta que permite vincular la caída de las valuaciones bursátiles durante la década de 1960 con pronunciadas dificultades económicas en las empresas. Por último, se contextualizan estos hallazgos en el contexto económico general de la década.

Finalmente, presentamos las conclusiones de la investigación, retomando los principales avances del trabajo, proponiendo ciertas hipótesis especulativas de cara a nuevos problemas de investigación surgidos a partir de esta tesis y señalando los puntos pendientes de la misma.

Capítulo I: Estado de la cuestión

Introducción

Este capítulo presenta las discusiones pertinentes para el abordaje del problema de investigación. Repasaremos críticamente tanto aportes teóricos sobre desarrollo financiero como estudios específicos para el caso argentino. No limitaremos únicamente el análisis bibliográfico al mercado bursátil, ya que, como mencionamos en la introducción del trabajo, el mismo forma parte de un entramado complejo de instituciones, muchas veces complementarias y alternativas. Aunque más adelante en el avance de la investigación centraremos el objeto de estudio en la dinámica bursátil, por ahora es provechoso mantener una mirada amplia del problema. Comenzaremos realizando una introducción al problema del desarrollo financiero y crecimiento económico, tratando de situar los límites del objeto de estudio ¿Qué es el sistema financiero? ¿Qué rol cumple dentro de la economía? ¿Qué puede informarnos sobre el resto de los sectores de la economía? Luego, nos desplazaremos al análisis del caso histórico, donde comenzaremos analizando los trabajos que han abordado el desarrollo financiero argentino en el largo plazo. De allí en adelante, nos iremos adentrando en el estudio de trabajos focalizados en la segunda mitad del siglo XX, haciendo especial énfasis en los trabajos sobre las décadas de 1950 y 1960. Teniendo en cuenta que nuestra hipótesis busca explicar el deterioro bursátil posterior a 1950 como una consecuencia de problemas económicos en las empresas, se analizarán con minuciosidad los principales trabajos sobre rentabilidad empresarial. Por ello, la última parte de este estado de la cuestión estará dedicada completamente al repaso en profundidad de este tema.

Desarrollo financiero y desarrollo económico

Según Goldsmith (1963; 1967), la intermediación financiera se da cuando unidades económicas financieramente superavitarias transfieren sus excedentes a unidades deficitarias. Las instituciones encargadas de esta canalización son denominadas intermediarios financieros. Las principales instituciones de este tipo en las economías capitalistas desarrolladas suelen estar representadas por el sistema bancario, y en medida

secundaria, aunque creciente acorde al grado de desarrollo económico, los mercados de valores públicos y privados.

Levine (2005) señala que son cinco las funciones que llevan adelante los intermediarios financieros: producen información sobre potenciales inversiones rentables, contribuyendo a superar la asimetría de información entre inversores dispersos; monitorean la marcha de las colocaciones y el *management* corporativo; facilitan el ingreso y salida a inversiones de escala, contribuyendo a la diversificación y el manejo del riesgo; movilizan el ahorro y lo conectan con la inversión, y facilitan el intercambio de bienes y servicios. Estas funciones, al menos en teoría, tendrían un impacto positivo en el desarrollo económico de largo plazo.

La naturaleza de la relación entre desarrollo financiero y desarrollo económico ha sido sujeto de reflexión ya desde los clásicos de la economía de fines del siglo XIX, especialmente aquellos vinculados con la tradición marxista: el propio Marx y como principales exponentes posteriores, Engels, Hilferding, Schumpeter y Lenin. Como toda discusión teórica, la misma ha ido evolucionando al compás de las transformaciones de su propio objeto de estudio. Por ello, no es llamativo que las primeras reflexiones consistentes aparezcan en el contexto de gran complejización financiera de fines del siglo XIX.

Durante la segunda mitad del siglo XIX una serie de innovaciones productivas, principalmente asociadas a nuevas técnicas y escalas de producción, fue acompañada por una transformación en la estructura de la propiedad de capital y los patrones de intermediación financiera. A fines del SXIX Engels (Engels & Marx, 1962:44) escribió: “en 1865 la Bolsa era todavía un elemento *secundario* en el sistema capitalista. (...) Hoy la cosa ha cambiado. Desde la crisis de 1866, la acumulación se ha desarrollado con una velocidad sin cesar creciente. (...) A causa de esto, lha ocurrido una|| (*nota del autor*) gradual transformación de la industria en empresas por acciones.” Aunque Marx ya había escrito en 1865 que la extensión del crédito llevaba emparentada la expansión de las sociedades anónimas y con ello la “extensión en proporciones enormes de la escala de la producción y de las empresas inasequibles a los capitales individuales” (Engels & Marx, 1962:456), este proceso recién se hizo plenamente evidente hacia fines del SXIX.

Unas décadas más tarde Hilferding (1985) y Lenin (1937) volvieron a poner el acento en la relación entre desarrollo económico y desarrollo financiero. Para estos autores, las nuevas escalas de producción llevaron a la concentración del capital y al establecimiento de una estrecha alianza con el capital bancario. En este proceso, el capital bancario habría subordinado al capital industrial, dando origen al denominado capital financiero. La necesidad del crédito para alcanzar las nuevas escalas de producción vigentes en el mercado, colocó al capital industrial a merced del bancario, sin cuya asistencia los proyectos de inversión eran inviables. La magnitud de las escalas industriales de la *Belle Époque*, ya tornaban imposible la existencia de un capital competitivo reunido por un simple inversionista. Fue el momento de consolidación de la sociedad por acciones, que reunía y centralizaba el ahorro de cientos de ahorristas y capitalistas. Con la sociedad por acciones se intensificó también la actividad bursátil en valores privados, que alcanzó a inicios del siglo XX niveles muy elevados. Imbuido en este clima de época, Schumpeter (2015) tiene planteos bastante similares: los servicios provistos por los intermediarios financieros promoverían la innovación y el desarrollo económico.

Pero hasta fines de los años 1950 e inicios de los años 1960 esta problemática no volvió a abordarse en profundidad, situación que probablemente se vincule con la retracción de los mercados financieros entre las décadas de 1930 y 1940 (y el desvío de la atención teórica a otros problemas de la ciencia económica). Fue Goldsmith (1963; 1967) quien en el contexto del largo período de expansión económica de posguerra y expansión del desarrollismo, retomó este campo de estudio. ¿Qué determina el tamaño y tipo de instituciones financieras que posee una economía? Para Goldsmith, el desarrollo económico promueve ciertas instituciones financieras características y se caracteriza por el aumento constante en la proporción de activos financieros. En *Hacia una teoría de las estructuras financieras y el desarrollo económico*, Gurley & Shaw (1967) profundizaron sobre el trabajo de Goldsmith. Realizando un estudio de cortes transversales sobre una muestra de países con diferentes niveles de ingresos, llegaron a las siguientes conclusiones. Existe una relación inversa entre PBI y la razón circulante / medios de pago. Al mismo tiempo, a mayor PBI, la proporción de medios de pago en relación al mismo tiende a acrecentarse. El trabajo de Gurley & Shaw demuestra que a mayores niveles de ingreso, los niveles de intermediación financiera no

sólo crecen, sino que se modifican, desde instrumentos simples de rápida movilización, como el circulante en poder del público, que conforma el grueso de los activos financieros en las economías más pobres, hacia instrumentos más sofisticados de poca movilidad. Estos instrumentos más sofisticados, han de demostrarse más eficientes a como vehículos capaces de vincular ahorro e inversión, por ello predominan en las economías desarrolladas con altas tasas de inversión y crecimiento.¹⁵

No obstante, a pesar de estos consensos básicos, la naturaleza teórica de la relación entre desarrollo financiero y desarrollo económico ha sido fruto de un intenso debate. En sus trabajos, Goldsmith se cuidó bastante de establecer una relación causal entre los fenómenos, y en cambio, se animó a sugerir que se encontraban relacionados, pero sin lograr dilucidar la naturaleza de esta relación. Lo mismo vale para los trabajos de Gurley & Shaw, que más allá de dejar implícita cierta causalidad, presentan un carácter básicamente descriptivo. A partir de los años 1990 una serie de trabajos ha vuelto a poner el foco en estos problemas. El desarrollo financiero ¿Es causa o consecuencia del crecimiento económico? ¿Qué tipo de relación causal existe entre ambos fenómenos? King & Levine (1993) verifican que el crecimiento en los niveles de intermediación financiera es una variable capaz de predecir el crecimiento económico, la acumulación y el cambio tecnológico. De este modo, si bien no es tajante respecto a la relación de causalidad, sí coloca al desarrollo financiero como una variable que antecede al desarrollo económico. En este esquema, la intermediación financiera se profundiza a medida que se intensifica la acumulación de capital y a consecuencia de dicha acumulación, el producto tiende a crecer en el futuro: “...el sistema financiero se desarrolla en anticipación al crecimiento económico futuro” (King & Levine, 1993:708||trad. del autor||). En otro trabajo, Levine y Zervos (1998), a través del análisis de 42 países en el lapso 1976/1993, han comprobado que existe una correlación entre la liquidez del mercado secundario de acciones y el crecimiento en el ritmo de acumulación durante los 18 años posteriores.

¹⁵ Estos trabajos podrían completarse con el de McKinnon (1973), *Money and Capital in Economic Development*. No obstante, en general los planteos se asimilan bastante a los desarrollados.

Otros investigadores han seguido las propuestas de Levine, pero han colocado un énfasis más fuerte en la causalidad entre desarrollo financiero y desarrollo económico. Beck, Levine & Loyoza (2000) señalan que existe una relación robusta entre desarrollo financiero, aumento de la productividad y crecimiento económico. En igual sentido se manifiesta Xu (2000), quien señala que el desarrollo financiero es un requerimiento importante para el desarrollo económico. Christopoulos & Tsionas (2004) también afirman que existe una relación causal entre desarrollo financiero y crecimiento económico.

No obstante, en un trabajo de 2005, Levine sostiene que a pesar de los numerosos trabajos empíricos, la naturaleza de la relación entre desarrollo financiero y económico sigue siendo incierta. Arestis, Demetriades & Luintel (2000) también advierten sobre la debilidad de la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Parte del problema radica en la desconexión existente entre las afirmaciones teóricas y la evidencia empírica presentada (Trew, 2005). Los trabajos econométricos presentados, no logran dar cuenta del proceso que la teoría describe. Es decir, el elemento histórico y dinámico se halla ausente en ellos. Por este motivo, diversos autores han preferido en lugar de trabajar con grandes paneles de datos y comparativas de múltiples países, investigar la evolución específica de ciertas economías. Haber (1991; 1997) señala que en Brasil, México y Estados Unidos entre 1830 y 1930 el aporte de importantes masas de capitales a través de sistemas financieros en expansión, permitió acelerar el desarrollo industrial de esas naciones. Rosseau & Sylla (1999), sostienen que el desarrollo industrial en los Estados Unidos durante el siglo XIX se encontró precedido por un importante desarrollo financiero que proveyó de capitales suficientes a los emprendedores locales. En contraste, Larry (1994) sostiene que la Revolución Industrial inglesa contó con escaso aporte del sistema financiero.

Desarrollo financiero en la Argentina

Un conjunto de trabajos se ha planteado el estudio del desarrollo financiero en la Argentina en el largo plazo, ya sea buscando describir y entender su fase de expansión durante las primeras décadas del siglo, o para comprender su fase de declive. No obstante, la mayor parte de estos trabajos han sido animados (al igual que el nuestro) por la búsqueda de las

causas de la retracción financiera de la segunda mitad del siglo XX. Como hemos comentado en la introducción de la tesis, este grupo de trabajos ha interpretado la crisis de los mercados financieros en la Argentina como el resultado de inestabilidad institucional, de la emergencia inflacionaria, o una combinación de ambos fenómenos. En forma contraria, la expansión de los mercados durante las primeras décadas del siglo es entendida como el resultado de instituciones políticas y monetarias sólidas, atribuyendo parte del éxito a la estabilidad prodigada por el patrón oro.¹⁶ Denominaremos a este grupo de interpretaciones como “Institucional - Inflacionarias”.

Puede decirse que existe cierto consenso en que las primeras décadas del siglo XX fueron muy positivas a nivel de desarrollo financiero, y que en algún momento, en torno a las décadas de 1930 y 1940 este proceso se vio abortado. Según Nakamura & Zarazaga (2001:4): “...debemos tener presente el impresionante nivel de desarrollo que alcanzó Argentina durante el período. Indicadores varios, incluyendo reservas de oro, tasas de interés, agregados monetarios, crédito bancario y capitalización de mercado de corporaciones domésticas, dan testimonio de la vitalidad del desarrollo financiero argentino” (*trad. del autor*). Estos autores se han centrado en el estudio del desarrollo financiero en la Argentina entre 1900 y 1935 a partir del análisis de la dinámica bursátil. Allí, lograron comprobar que las empresas listadas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) alcanzaron a lo largo del período niveles de capitalización muy elevados dentro de los parámetros de un mercado emergente. Incluyendo los papeles de empresas locales cotizadas en Londres, las empresas Argentinas listadas alcanzaron una capitalización para 1929 equivalente al 20% del PBI. De ese valor, el 9%, casi la mitad, correspondía a la capitalización de las empresas listadas únicamente en Buenos Aires. A modo de comparación señalan que en los Estados Unidos este ratio fue en 1924 del 32%, pero para Italia en 1992, apenas alcanzó el 15%. Esta evidencia demuestra que las empresas argentinas, ya sea a través del mercado local o internacional, tuvieron un acceso fluido al mercado de valores. Por otro lado, las emisiones primarias de acciones (como *ratio* sobre PBI) en la BCBA, representaron durante las tres primeras décadas del siglo $\frac{1}{3}$ de las

¹⁶ El rol de la estabilidad monetaria como promotor del desarrollo ha sido puesto en relieve por Della Paolera & Ortiz Batalla (1995), Streb (1998) y Della Paolera & Taylor (2003). No obstante, salvo el trabajo de Streb, no abordaremos los otros, ya que caen fuera de nuestro recorte cronológico.

emisiones en la Bolsa de comercio de Nueva York, lo que, aunque es una marca inferior, coloca a la Argentina en un nivel muy importante.

Entre 1900 y 1935 la bolsa de Buenos Aires brindó importantes retornos a los inversores, los que estuvieron motorizados principalmente por el reparto de dividendos. A partir de 1928 la Bolsa de Buenos Aires inició un ciclo descendente que se prolongó con el estallido de la crisis hasta 1934. A pesar de la tendencia descendente, Nakamura & Zarazaga han señalado la permanencia de un ratio de dividendos/precios bajo, lo que evidenciaría la confianza de los inversores respecto a una mejoría futura.

Según estos autores, el sistema bancario experimentó un importante desarrollo hasta la década de 1930. Entre 1900 y 1922 los préstamos bancarios se duplicaron como fracción del PBI, y entre 1901 y 1935 alcanzaron un promedio del 32,8%, cifra que fue del 39% para los Estados Unidos. El agregado monetario M3 promedió el 45% del PBI, mientras que para los Estados Unidos promedió el 55,5%. Estos indicadores confirman el elevado nivel de desarrollo financiero de la plaza local durante las primeras décadas del siglo XX. Según la óptica de Nakamura & Zarazaga, el punto de quiebre en este patrón de desarrollo lo representó la década de 1930: “Los eventos traumáticos en la Argentina asociados con el cierre de la Belle Époque seguramente minaron su desarrollo financiero (2001:33 ||trad. del autor||).”

Prados de la Escosura & Sanz Villarroya (2004) coinciden con varios aspectos relevantes del trabajo de Nakamura & Zarazaga, aunque parten de una metodología y marco teórico diferente. En lugar de analizar específicamente la situación del mercado de valores, estos investigadores presentan un indicador denominado “*Contract Intensive Money*” (CIM). Este indicador, representa la proporción de depósitos de poca movilidad sobre el total de la oferta de dinero M2. De este modo, el CIM permite adentrarse en la composición de los mismos, buscando así captar más información sobre las expectativas de los agentes: “cuando los agentes económicos piensan que operan en un contexto estable, en el que los derechos de propiedad se hallan bien definidos y garantizados, no es riesgoso mantener activos en depósitos bancarios y consecuentemente, el efectivo se torna una opción menos

atractiva” (Prados de la Escosura & Sans Villarroya, 2004:2 ||*trad. del autor*||). Así, en contextos de estabilidad institucional, el CIM tiende a incrementarse.

Según este trabajo, el crecimiento económico se encuentra vinculado a un sistema institucional sólido y derechos de propiedad bien definidos. Siguiendo esta lógica, un contexto de mejora y estabilidad de tales instituciones favorece el desarrollo económico. En este entorno, los agentes económicos reducen su incertidumbre sobre el cumplimiento de los contratos, y se desplazan de activos líquidos hacia otros de menor liquidez. De este modo, a medida que una sociedad desarrolla instituciones más sólidas, su CIM se va incrementando, reflejando a su vez una mayor sofisticación en la intermediación financiera. Para este enfoque, el desarrollo financiero (medido a través del CIM) no es más que un indicador sobre un proceso estructural. A diferencia de otros enfoques revisados previamente, no considera al desarrollo financiero como una variable explicativa del modelo, sino que es una variable dependiente del mismo. En última instancia, es el clima institucional el que va a condicionar la evolución a largo plazo de la situación económica.

Los autores han señalado que el CIM de la Argentina creció fuertemente entre 1880 y 1920, momento en el que alcanzó niveles máximos y luego comenzó a decaer. Esta cronología es bastante similar a la presentada por Nakamura & Zarazaga. El quiebre patrón de desarrollo financiero se habría encontrado en algún momento de la década de 1930. De allí en adelante, el contexto financiero de la Argentina siguió deteriorándose hasta mediados de los años 1960. Prados de la Escosura & Sans Villarroya atribuyen este deterioro financiero y económico a la ruptura del régimen democrático en 1930 y la inestabilidad política en las décadas siguientes. Por el contrario, la estabilidad de las décadas previas y la consolidación del sistema representativo habrían favorecido una marcada mejora en los indicadores financieros.

A diferencia del planteo de Prados de la Escosura & Sans Villarroya, Streb (1998) explica el deterioro en los mercados financieros como una respuesta al alza de la inflación. Si bien su enfoque parte del marco teórico institucionalista, no coloca tanto el énfasis en la volatilidad de las instituciones políticas, sino específicamente en las monetarias:

Aunque la inflación lleva a la substitución de monedas, en principio no tiene por qué afectar a un sistema financiero indexado. Sin embargo, en la Argentina la intermediación financiera se fue evaporando en el transcurso del proceso inflacionario. La inflación se enfoca como síntoma de una situación institucional donde las reglas de juego acordadas para regir las relaciones entre los miembros de la sociedad no se respetan. En este sentido, las devaluaciones son un método "informal" de violar los contratos nominales, que complementan la violación "formal" de los contratos indexados. La repetición de estas prácticas institucionales define un régimen de alta inseguridad jurídica que termina por destruir no sólo la confianza en la moneda, sino también en el sistema financiero local (Streb, 1998:1).

Según esta perspectiva, los shocks devaluatorios son rupturas informales de contratos tácitos entre el emisor de la moneda - el Estado - y el público, que van horadando progresivamente la confianza en el sistema financiero local. La novedad del planteo de Streb es la modificación de la cronología propuesta en los trabajos previos. El punto de quiebre ya no se encontraría entre 1930 y 1945, sino en los reiterados shocks devaluatorios e inflacionarios de la segunda mitad del siglo XX, en especial durante los años 1951, 1958 y 1976. De este modo, la segunda mitad del siglo XX, rica en procesos devaluatorios, habría experimentado una acelerada huida de la demanda de activos locales, cada vez más pronunciada (hasta llegar a niveles mínimos como los protagonizados durante los brotes hiperinflacionarios de la década de 1980).

Un planteo bastante similar al de Streb fue realizado por Corso (2015), quien utilizando prácticamente el mismo marco teórico ha llegado a similares conclusiones. A pesar de estas similitudes, el trabajo de Corso es mucho más profundo en cuanto a la evidencia presentada. El objetivo de Corso es determinar los condicionantes de largo plazo que explican la composición de las carteras financieras del sector privado no financiero a partir de 1940. Los resultados de su trabajo sugieren que la emergencia del fenómeno inflacionario crónico hacia fines de los años 1940 habría tenido un impacto directo en los criterios de conformación de la cartera del sector privado:

La composición de las tenencias de activos de reserva de valor por parte del sector privado no financiero argentino evidenció un cambio secular a partir de mediados de la década del

cuarenta, como respuesta a los incentivos generados bajo las diversas configuraciones macroeconómicas que caracterizaron los últimos setenta años de la economía argentina (Corso, 2015:64).

En este sentido, presenta una cronología bastante similar a la planteada por Streb, desplazando el meollo de la cuestión de la década de 1930 al período posterior a 1950. El abandono de activos financieros locales sería la consecuencia directa de la inflación y devaluación, fenómenos que motivaron estrategias adaptativas en los patrones de ahorro del sector privado. Para Corso las transformaciones centrales que dieron origen a este proceso deben buscarse en la reforma financiera introducida por Perón en 1946. La eliminación de instrumentos financieros estables de larga data, como la cédula hipotecaria y títulos públicos, sumado al control de tasas y el alza de la inflación luego de 1946, tuvieron impacto negativo en los patrones de ahorro del sector privado. Así, comenzó un proceso adaptativo, que llevó a que el público viese limitados los instrumentos financieros disponibles en moneda local y se volcase progresivamente a otros tipos de activos, ya sea de activos financieros externos o activos reales, como la inversión en inmuebles. A pesar de cierto desvío de fondos hacia la inversión en acciones durante los primeros años del gobierno de Perón, la principal novedad de reforma financiera de 1946, fue el rígido sistema de control de tasas, que sumado a tasas de inflación elevadas, colocó la tasa de interés real en zona negativa. En el largo plazo, esto tendría un efecto nocivo sobre el sistema financiero local. Cada nuevo ciclo devaluatorio e inflacionario, no habría hecho más que profundizar esta dinámica, generando desconfianza en el público y propiciando el abandono del sistema financiero local. Para Corso, este proceso se encuentra vinculado con una incompleta transición de una economía exportadora a otra más moderna e industrial, en la que los gobernantes recurrieron al impuesto inflacionario, para cubrir necesidades que una economía todavía no desarrollada no podía satisfacer.

Este corpus bibliográfico ha contribuido a la construcción de una cronología más detallada sobre el proceso de desintermediación financiera de la segunda mitad del siglo XX. Asimismo, ha puesto de relieve el efecto de la inflación sobre el proceso de intermediación

financiera. No obstante, existen algunos reparos a la hora de pensar esta dinámica. En este sentido, Arnaudo (1981) aporta elementos para complejizar este panorama. Discutiendo el supuesto de una caída masiva y generalizada en la creación de activos financieros locales, la que según vimos anteriormente se vincularía con el alza de la inflación, Arnaudo señala que la continua caída en los stocks de activos financieros locales no se debe principalmente a la reducción de su demanda, sino al efecto erosivo de la inflación. Concretamente, Arnaudo señala dos cosas. Primero, que las tasas de ahorro no han disminuido significativamente respecto a períodos previos. En segundo lugar, que la tasa de formación de activos financieros locales tampoco ha experimentado una caída muy importante. Según su hipótesis, el público seguiría atesorando activos locales, pero, merced al efecto erosivo de la inflación y tasas reales negativas, el stock total de activos financieros locales se habría visto continuamente disminuido. Para Arnaudo, la idea de que el público se desprendió masivamente de los activos locales se deriva de observar únicamente la evolución de los stocks (que sí cayeron fuertemente) y no la tasa de ahorro y creación de nuevos activos.

Este primer conjunto de trabajos ha intentado brindar una visión de largo plazo del proceso de desarrollo y crisis de los mercados financieros en la Argentina a través de diversos enfoques y haciendo énfasis en problemáticas específicas. No obstante, comparten el hecho de ser estudios con miras amplias, cuyo principal objetivo es presentar una cronología tendiente a determinar las distintas fases del proceso y encontrar algún tipo de explicación a la misma. Los estudios a los que nos referiremos a continuación, difieren en que se circunscriben a un marco cronológico más estrecho (aunque pueden abordar varias décadas también), pero se diferencian principalmente en que no intentan explicar la dinámica general de largo plazo y básicamente se limitan a interpretar la coyuntura. Asimismo, muchos se circunscriben a una problemática, momento o evento específico, sin tener miras de plantear conclusiones generales del proceso de largo plazo. Estos estudios mayoritariamente se enfocan en la dinámica de la segunda mitad del siglo XX, estando la mayoría directamente vinculados con la problemática de los años 1950 y 1960.

Los trabajos de Rougier (2001; 2004; 2010), López & Rougier (2012) y Odisio & Rougier (2011) han analizado diversos aspectos del mercado de valores y el sistema financiero en

general durante las décadas de 1940, 1950 y 1960. Estos trabajos han puesto de manifiesto las dificultades crecientes que experimentaba la financiación al sector manufacturero a fines de los años 1930 e inicios de los 1940. Esta problemática supuso el debate y ensayo de varios proyectos de mecanismos de financiación al sector, entre los que destacan el Plan Pinedo de 1940, la creación de la sección de crédito industrial del Banco Nación en 1943 y la fundación del Banco de Crédito Industrial en 1944. Estos primeros ensayos de estructuración de un sistema financiero capaz de apuntalar el crecimiento industrial alcanzaron resultados dudosos, y se limitaron a la creación o transformación de instituciones bancarias. A pesar de la creación de la comisión de valores en 1937 y disposiciones bancarias que favorecían la inversión de fondos del banco central en acciones de sociedades anónimas cotizantes en la bolsa, otras medidas tendientes a convertir al mercado de valores en un ámbito de capitalización empresarial no fueron puestas en práctica hasta la reforma financiera de 1946. Por estos motivos, y a pesar de cierto incremento en las operaciones a partir de 1941, las transacciones de valores privados en la bolsa de comercio permanecieron más bien restringidas, dominando en la operatoria la negociación de cédulas hipotecarias y títulos públicos (Rougier, 2001; 2004).

Según estos trabajos, la llegada del Peronismo vino a transformar radicalmente la dinámica de los mercados financieros. La original reforma implementada en 1946 no sólo apuntaló la actividad bancaria, sino que significó un importante estímulo a la actividad bursátil. Al igual que Corso (2015), los trabajos antes mencionados destacan la relevancia del rescate de títulos públicos y cédulas hipotecarias realizados, lo que desvió fondos hacia la inversión en acciones. Merced a estas innovaciones, los volúmenes operados en valores privados se incrementaron notablemente, al igual que las emisiones en el mercado primario. Adicionalmente, la emisión de papeles correspondientes a sociedades mixtas público-privadas significó un impulso adicional al mercado. El ciclo alcista del mercado de valores privado llegó a su punto cúlmine con la creación del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM) en 1947, un instituto incorporado al sistema de Banco Central cuyo objetivo era evitar fluctuaciones importantes en los precios y apoyar la colocación de nuevos papeles. En la práctica el IMIM operó como un instrumento de inyección de liquidez al mercado de valores, financiado mediante emisión primaria del banco central.

Mediante la inyección de estos fondos y el estímulo de operaciones especulativas a plazo, el IMIM dio lugar a una espectacular burbuja que llegó a niveles máximos a fines de 1948. Con el advenimiento de la crisis externa durante 1949 y las medidas contractivas puestas en práctica, la burbuja estalló y la actividad bursátil continuó en baja hasta fines de 1952. Sólo con la reactivación de los últimos años del Peronismo, los volúmenes transados y precios se recuperaron, aunque sin retornar a los máximos de 1948. Ha sido señalada en varios trabajos la importancia que tuvo en esta recuperación el establecimiento del sistema de Cuentas de Participaciones especiales, establecido en 1954 y administrado por el IMIM, que permitía a pequeños inversores canalizar sus ahorros hacia la inversión bursátil, obteniendo beneficios mínimos asegurados, y beneficios adicionales variables en función del rendimiento obtenido por las inversiones realizadas. Este mecanismo, aunque no constituyó una gran porción de los fondos canalizados a la bolsa, permitió fortalecer la tendencia alcista (Rougier, 2010; López & Rougier, 2012).

Los años posteriores a la caída del Peronismo han sido bastante volátiles en lo referente a la trayectoria del sistema financiero. Diversos trabajos muestran con claridad un marcado deterioro del sistema bancario luego de la devaluación de 1958 y las sucesivas políticas monetarias restrictivas aplicadas durante casi toda la década de 1960 a fin de controlar el alza de los precios (Altimir; Santamaría & Sourrouille, 1967a; Noya, 1970; Carbonell Tur, 1971; Rougier, 2004, Odisio & Rougier 2011). Puede decirse que existe un acuerdo bastante definido en señalar a la década de 1960 como un período de fuerte crisis en el sistema bancario e importantes perturbaciones a nivel monetario. Los trabajos de Rougier (2004) y Odisio & Rougier (2011) señalaron la creciente importancia del debate sobre la promoción industrial a lo largo de la década de 1960, que se tradujo dentro del sistema bancario en un intento de creación de una banca de fomento. De forma paralela a la crisis de la banca comercial, se dieron importantes avances a fin de la organización de tal entidad, que tomó forma a partir de 1967 en la transformación del antiguo Banco Industrial en el nuevo Banco Nacional de Desarrollo. A pesar de estos intentos, la actuación de esta institución no logró torcer la trayectoria descendente del sistema bancario local, y no logró constituirse en una verdadera fuente de financiación productiva a largo plazo (problema que

por otro lado había agobiado al Banco Industrial ya desde sus orígenes) (Noya, 1970; Rougier, 2004).

Al menos hasta 1961 las acciones cotizantes en la bolsa de Buenos Aires corrieron mejor suerte. A pesar de la devaluación de 1958, diversos trabajos han señalado el crecimiento del volumen operado, que se expandió notablemente entre los mínimos del Peronismo de 1952 y los picos de 1960 y 1961, que fue acompañado por un volumen creciente de emisiones en el mercado primario. Las emisiones de acciones en la bolsa comenzaron a expandirse tíbicamente con importantes colocaciones de Acindar y Kaiser durante 1955, para alcanzar valores muy elevados entre 1959 y 1961. A partir de la crisis del desarrollismo desatada a fines de ese mismo año, el mercado bursátil ingresó en una lenta y profunda decadencia, fenómeno que fue señalado con énfasis por casi toda la literatura y fuentes disponibles (Noya, 1970; Berardi, 1974; Schvarzer, 1990; López & Rougier, 2012).

Más allá de las explicaciones específicas sobre las causas del deterioro bursátil, donde hay algunas posiciones encontradas que más adelante revisaremos, existe acuerdo en que la bolsa ha sido un partícipe secundario dentro del sistema financiero durante el período de industrialización sustitutiva (1930-1975) y ha sido incapaz de movilizar volúmenes importantes de capitales hacia la inversión productiva, con excepción de ciertos años de euforia (Altimir; Santamaría & Sourrouille, 1967b; López & Rougier, 2012).

La crisis que se desató con la implosión del proyecto desarrollista hacia fines de 1961 impactó de lleno en el desarrollo bursátil, lo que, en un contexto político e intelectual que todavía tenía al proyecto de desarrollo como un objetivo a alcanzar, provocó un importante debate sobre la naturaleza de sus causas. Sobre la crisis de los años 1960 existen numerosos trabajos, la mayoría contemporáneos, pero también algunos posteriores. Un trabajo del CEMLA (1968a), señala que una de las principales perturbaciones que impacta negativamente a la Argentina y a los mercados financieros es la persistencia inflacionaria. Berardi (1974) ha señalado que la causa de la caída en las cotizaciones se encuentra en que la tasa de inflación supera sistemáticamente a los dividendos abonados por las empresas cotizadas en bolsa. Noya (1970) también incluye a la inflación entre las causas del deterioro

del mercado bursátil. Asimismo, una revista influyente como *Panorama de la Economía Argentina*, cuyo director (Moyano Llerena) sería luego uno de los artífices del programa de estabilización de Krieger Vasena, señala continuamente los peligros que entraña la inflación sobre la economía y los efectos perniciosos sobre los mercados financieros. Por otro lado, documentos de eventos como las *Jornadas para dirigentes de bancos* llevadas a cabo a mediados de la década, señalan el problema inflacionario y los controles de tasas como las causas de la crisis del sistema financiero. En este sentido, Berardi (1974), Noya (1970) y CEMLA (1968a), presentan una dinámica perniciosa donde el aumento de la inflación y el control de tasas llevan a la crisis del sistema bancario y a la reducción del crédito disponible. Esto, coloca a las empresas en dificultades financieras y en última instancia deriva en la imposibilidad de distribución de dividendos, contribuyendo a la depresión de las cotizaciones bursátiles y de todo el sistema financiero.

Varios autores también han señalado que durante la década de 1960 se dio un intenso proceso de sustitución de activos en la cartera del sector privado no financiero, lo que vino a profundizar la apatía de los inversores por el sistema financiero local (Itzcovich, 1969b; Cemla, 1968a; Noya, 1970; Berardi, 1974; Corso, 2015). A la par que la inflación tornaba menos atractivos los retornos bursátiles (y bancarios), comenzaron a aparecer activos competitivos en la captación del ahorro. La aparición de entidades financieras extrabancarias, operando por fuera de las regulaciones del Banco Central y la Comisión de Valores, brindaba a los ahorristas retornos muy superiores a los bancarios y bursátiles. En este punto, Berardi (1974) es muy enfático en señalar la competencia creciente por el ahorro que significa la articulación de un mercado crediticio destinado a financiar la reciente industria automotriz. Corso (2015), ha señalado la existencia de una importante tendencia a la dolarización de la cartera y la inversión en inmuebles. De forma paralela al avance en la inversión inmobiliaria urbana, se registra un avance en las cotizaciones de los campos, no acompañada por mejoras en la rentabilidad, fenómeno que tiende a corroborar la dinámica generalizada de sustitución de activos (Barugel; Marchetti & Villena, 2003).

Este fenómeno de sustitución de activos se vio fuertemente condicionado por el efecto *crowding out*, originado en el financiamiento de las necesidades fiscales en la plaza local y

de forma competitiva con el resto de los sectores económicos. Tanto Berardi (1974), como el CEMLA (1968a), han reconocido en la financiación al Estado nacional una competencia difícil de superar para las colocaciones privadas en el ámbito bursátil, e incluso mismo dentro del sistema bancario. De este modo, el Estado habría privado de recursos al sector privado, lo que habría contribuido a la caída de las cotizaciones bursátiles. Una particularidad de esta dinámica lo constituía el hecho de que una parte de la deuda pública se hallaba indexada, y la que no se indexaba, al menos ofrecía mejores rendimientos que la colocación en acciones.

No obstante, aunque la literatura hasta aquí examinada presenta un relativo consenso acerca de la intensidad, causas y características del proceso de sustitución de activos de ahorro durante la década de 1960, en general ha sido esquivista a la hora de profundizar en las causas del relativo atraso en los rendimientos accionarios, específicamente en la distribución de dividendos.

Para Berardi (1974), la virtual desaparición del dividendo es la causa directa del abandono de la inversión en acciones. El CEMLA (1968a) coincide en este diagnóstico: la falta de dividendos en efectivo torna poco apetecible este tipo de colocaciones. Para el primer autor, esto se vincularía con un abandono deliberado de parte de las empresas hacia el accionista. Según Berardi (1974), las empresas pagaban a instituciones extrabancarias intereses que no querían pagar a sus accionistas bajo la forma de dividendos. De todos modos, el autor relativiza estas conclusiones, y sugiere que esta operatoria estaría condicionada por problemas de liquidez en plaza, que obligarían a las empresas a dispensar la distribución de dividendos, y a fondearse a tasas altas al margen del sistema bancario. En este sentido, Noya (1970) señala las limitaciones impuestas por los reiterados planes de estabilización a lo largo de la década. El impacto negativo de la crisis del sector bancario, y los consecuentes problemas de liquidez, también ha sido puesto de manifiesto por FIEL (1971). Rougier (2009) complejiza este panorama, indicando que luego de la crisis de 1962, un conjunto cada vez mayor de empresas comienza a experimentar problemas financieros y de rentabilidad que llevarían en última instancia a su nacionalización o quiebra años después.

Cabe destacar, que a pesar de estos indicadores y el diagnóstico negativo de los trabajos antes mencionados no existe un consenso claro respecto a la performance económica del sector empresas, con lo que no se puede evaluar realmente la situación económica de las mismas y problematizar en mayor grado su relación con la crisis de los mercados financieros.

La rentabilidad de las empresas

El estudio de la rentabilidad del capital en la Argentina, y particularmente durante el período de la industrialización sustitutiva ha suscitado importantes debates, no existiendo un acuerdo cerrado al respecto. El conjunto de trabajos existentes puede agruparse en dos grandes vertientes de estudio: los que parten de la información de cuentas nacionales, y los que trabajan a nivel micro, ya sea con información agregada o directamente a partir de los estados contables de las empresas.

El primer grupo de estudios que abordaremos será el que ha analizado el problema de la rentabilidad del capital (cada trabajo se atiene a definiciones, recortes del objeto y problemas específicos, por lo que usaremos este término genérico) a partir del estudio de series del sistema de cuentas nacionales e información macroeconómica. En general, estos estudios han tenido por objetivo realizar un análisis macro, buscando generalizar sus conclusiones a toda la economía nacional, o a sectores económicos específicos (aunque en general, el sector que más atención ha recibido el de la industria manufacturera). En esta línea, el trabajo más amplio cronológicamente es el de Iñigo Carrera (2007), que cubre el período 1881 – 2006. En su investigación, el autor busca estimar la rentabilidad obtenida por los capitales operando en el ámbito de la industria y de la actividad agropecuaria. En este sentido, su objetivo es construir un indicador de retorno lo más próximo posible a la rentabilidad desde la óptica del empresario. Iñigo Carrera toma como base para el trabajo las series de capital fijo e inversión elaboradas por el Banco Central (1975; 1976), la CEPAL (1959) y Elías (1988). Así, construye sus series de capital fijo en los sectores industrial y agropecuario. Luego, para reflejar el capital total de la economía, estima e incorpora el stock de capital circulante. De este modo, calcula un valor para el capital total

“adelantado” por los estores estudiados. Los beneficios económicos para cada sector, son tomados de las series brutas de retribución a los factores, netas de impuestos indirectos y depreciaciones. Por último, incluye en sus cálculos los beneficios derivados de transferencias de ingreso entre sectores, siendo una la más importante la derivada del crédito bancario subsidiado. Según sus estimaciones entre 1935 y 1944 la rentabilidad del sector industrial se incrementó fuertemente, pasando de un 9,7% anual, a un 21,5%. No obstante, durante el Peronismo estas habrían descendido fuertemente, llegando a un mínimo del 2,9% en 1950 y terminando el período en 1955 en el 11,4%. Para la década de 1960 ha estimado una mejora en la rentabilidad, con un piso del 8,3% anual en 1967 y un máximo del 12,5% en 1965. Para contextualizar estos valores, según las estimaciones de Iñigo Carrera, los retornos de la década de 1960 se habrían ubicado en línea con el promedio histórico desde 1900, mientras que los retornos obtenidos durante el Peronismo habrían sido inferiores.

Maíto, partiendo de un marco teórico marxista (que comparte con Iñigo Carrera, pero que aplica de otra manera), intenta probar una de las leyes clásicas del marxismo: la tendencia a la caída de la tasa de ganancia. Con este enfoque en mente, construye diversas series de largo plazo que analizan la evolución de la productividad y ganancia del capital. En un trabajo que cubre el período 1910-2011, Maíto (2013) encuentra una tendencia secular de caída de la productividad y rentabilidad del capital en la Argentina (en otros trabajos señala lo mismo para otros países, por ejemplo en Maíto (2014)). Al margen de fluctuaciones de corto plazo vinculadas con el ciclo económico, la tendencia de largo plazo sería fuertemente descendente. En base a estas conclusiones, discute los hallazgos de Iñigo Carrera, ya que como se mencionó anteriormente, su trabajo señala un repunte de la ganancia industrial entre las décadas de 1950 y 1960, lo que no sólo va en contra de los hallazgos de Maíto, sino de la ley de la tendencia de la caída de la tasa de ganancia debido al aumento de la composición orgánica del capital (aumento de la proporción de capital fijo en función de la mano de obra empleada). Al igual que el trabajo de Iñigo Carrera, parte del estudio de series de cuentas nacionales, tomando las series de capital fijo y producto de Ferreres (2005) y del Indec. En términos amplios, el indicador que construye no es exactamente un indicador de la ganancia del capital, sino que mide más bien la

productividad del capital físico Aunque presenta varias series con distintas modificaciones, todas parten del enfoque principal, que sigue la relación entre el stock de capital fijo y el producto. Así, lo que comprueba Maíto es que a medida que la economía incorpora más capital fijo, su productividad marginal es descendente. Una observación que separa su trabajo del de Iñigo Carrera es que a diferencia de éste, que estima el capital circulante, Maíto sólo tiene en cuenta el capital físico, por lo que sus series no son directamente comparables.

Reca & Verstraeten (1977) también han realizado una aproximación a la evolución de la tasa de ganancia de la economía Argentina para el período 1936-1973. Su objetivo, en línea con los trabajos previos, es la construcción de un indicador general del retorno del capital empleado por toda la actividad económica, por ello, señalan que trabajan los indicadores de rentabilidad desde “el punto de vista social”. Su trabajo pretende la construcción de una serie de rentabilidad capaz de captar el punto de vista de los agentes históricos (y no un indicador teórico inobservable o abstracto), a la vez capaz de explicar el pulso de la vida político-económica y social del país. Estos investigadores parten de series de capital fijo producidas por la Secretaria de Asuntos Económicos (1955) y el Banco Central (1975), obteniendo de ésta última fuente también estadísticas referidas a la remuneración de los factores. Atentos al problema de las amortizaciones, muchas veces inciertas y difíciles de estimar, realizan un análisis de sensibilidad para evaluar la robustez de las series de capital fijo construidas. En base a su trabajo, Reca & Verstraeten han estimado un nivel de rentabilidad “social” que fluctuó entre el 9,2% anual para el sub-período 1936-1939, y máximos del 12,2% anual para los años 1960-1964. Debe señalarse que la serie que construyen es por demás estable, y apenas fluctúa en relación al ciclo económico. Por otro lado, los autores señalan que sus conclusiones son robustas, ya que luego de aplicar el análisis de sensibilidad antes mencionado, los resultados prácticamente no se modifican.

Michelena (2009) estudia un período diferente: 1961-2007. A diferencia del trabajo de Reca & Verstraeten, Michelena no intenta aproximarse al retorno “social” del capital, sino al monetario efectivamente percibido por los empresarios. Entre sus fuentes, utiliza Ferreres (2005) en lo relativo al valor agregado bruto, Maia & Nicholson (2001) para la

construcción de series de capital fijo y depreciaciones y Graña (2007) para la estimación de la masa salarial. El autor presenta sus estimaciones de rentabilidad en dos series de largo plazo. La primera no tiene en cuenta costos extralaborales, es decir, es bruta, ya que no contempla amortizaciones. La segunda es una serie de rentabilidad neta, bastante aproximada a la realmente percibida por los empresarios. Sus resultados encuentran una importante caída en los niveles de rentabilidad y acumulación de capital a partir de la década de 1970, alcanzando mínimos durante los años 1980 y luego repuntando. En lo que refiere al período de cobertura de nuestro trabajo, la rentabilidad parece haberse ajustado bastante bien a las fluctuaciones del ciclo económico: niveles altos a inicios de la década de 1960, caída con la crisis de 1962/63, un alza con la reactivación posterior, un nuevo descenso en 1966 y una importante alza luego de 1967 (y una importante caída en 1970). Llama la atención, al igual que en muchos de los trabajos previos, el elevado nivel de rentabilidad alcanzado, que en el promedio de la década fue del 24%. Asimismo, aunque la serie sigue las fluctuaciones de la economía, lo hace con muy poca dispersión: en ningún año la rentabilidad fue inferior al 20% ni superior al 28%.

Elías (1969) ha realizado un interesante análisis del sector industrial complementando fuentes macro, como censos industriales, con el estudio de estados contables para el período 1935-1965. El objetivo de su trabajo, a diferencia de los previos, no fue explícitamente calcular un indicador de rentabilidad de capital, sino estimar series de valor agregado industrial, dotación de capital y trabajo y niveles de productividad. A partir de la construcción de estas series, con algunos agregados metodológicos, logró también presentar series de rentabilidad sectorial. Para estimar la dotación de capital físico se basó en los censos industriales de 1935 y 1946, completando el resto de los años a partir de la evolución de la inversión en activo fijo que pudo observar en un conjunto amplio y representativo de balances de empresas industriales recopilados por la Dirección Nacional de Estadísticas y Censos. Asimismo, procedió a re estimar las amortizaciones, ya que los datos de los balances resultaban poco confiables. Luego, estimó el valor agregado por el sector industrial en base a la información de los censos ya mencionados, calculando los años faltantes en función de la evolución del producto industrial. Por último, construyó indicadores de rentabilidad, tomando como beneficio al valor agregado por cada sector

(neto de amortizaciones, impuestos directos e indirectos) descontados los salarios abonados. Para complejizar su análisis, a las series de capital físico adicionó una estimación del capital en inventarios y activos financieros, obteniendo una aproximación del capital total del sector industrial. Merecen señalarse varios aspectos de su trabajo. El desagregado sectorial que presenta permite entrever diversas dinámicas sectoriales, con sectores de rápido crecimiento e importantes ganancias, como el metalúrgico, y otros estancados, como la industria maderera. En cuanto a las tendencias del promedio, la rentabilidad pareció haber sido bastante estable, evidenciando cierta caída durante los años de crisis del Peronismo entre 1950 y 1952, luego un importante repunte hacia fines de la década, coincidente con el boom desarrollista, y finalmente una nueva caída entre 1962 y 1963. En cuanto al nivel, según los cálculos de Elías, la rentabilidad se situó entre el 22,1% en 1963 y el 36,6% de 1958, lo que no deja de sorprender por lo elevado de los niveles (hecho que es señalado por el mismo autor).

Mientras que el trabajo de Elías ha recurrido a la combinación de fuentes macro y micro en una metodología ecléctica, los trabajos que analizaremos a continuación han utilizado como insumo principal información de estados contables. Por eso mismo, es de esperar que las estimaciones que presenten se hallen más a tono con alguna medida de rentabilidad empírica, más cercana a la realmente percibida por el empresario (a pesar de que algunos trabajos previos, como el de Iñigo Carrera o el de Michelena, también intentaban acercarse a ésta). Petrei (1973) estudió la rentabilidad del sector industrial durante un período acotado entre 1961-1967, pero con resultados coherentes con los del trabajo de Elías. En su trabajo, Petrei analizó la tasa de retorno del capital físico de la industria manufacturera en la Argentina. Aunque cubre pocos años, la cronología que abarca el estudio de Petrei es clave, ya que incluye los años de principal declive de la bolsa, por lo que, si bien no permite un análisis de largo plazo, sí es útil para comprender estos años críticos. La metodología adoptada por Petrei difiere de las que repasamos anteriormente. Este investigador ha trabajado exclusivamente con estados contables de empresas, de los que tomó 591. La fuente de los datos es la Dirección Nacional de Estadísticas y Censos, organismo encargado del procesamiento de los datos provenientes de los balances presentados por las sociedades anónimas a la Inspección de Justicia. Para sus cálculos, Petrei eligió trabajar con series de

capital físico, que definió como el conjunto de activos físicos, maquinarias y edificios, e inventarios. Atento al desajuste que provoca la inflación sobre la información contable, Petrei ajustó los valores de los bienes de uso tomando como base el año 1961, en que se llevó adelante un revaluó contable, y calculando de allí en adelante las variaciones por incorporaciones, bajas y amortizaciones. Por el lado de las cuentas de resultado, procedió a ajustarlas incluyendo el efecto de la inflación sobre los activos financieros de las empresas. Los resultados de su trabajo muestran la tasa de ganancia fluctuando en función del ciclo económico, pero al igual que el trabajo de Elías, en un nivel elevado, siendo su promedio para todos los años cercano al 10%. De hecho, el autor señala, que si en el denominador se incluyesen sólo los activos fijos, al igual que hace Elías, los resultados se aproximarían mucho más a los de su trabajo.

Guerberoff (1977) llega a conclusiones coherentes con las de Petrei. Su trabajo aborda el período 1949 – 1967 y su objetivo es analizar la evolución del sector industrial que denomina “estable”, e incluye a grandes y establecidas ramas de larga data, como la alimenticia, textil, algunas metalúrgicas y farmacéuticas. Para ello, estudia la rentabilidad de 50 empresas, 29 nacionales y 22 extranjeras, a partir del análisis de sus estados contables. En líneas generales, sigue la metodología del trabajo de Petrei, sólo que tiene en cuenta todo el activo, y no sólo el físico. Según Guerberoff (1977) durante los años 1960 se dio una mejora en relación a los 1950, la que estuvo vinculada especialmente a la instalación del capital extranjero. Entre 1949 y 1955, las empresas analizadas arrojaron una rentabilidad promedio del 3,9% anual, mientras que entre los años 1956 y 1967 el sector industrial “estable” alcanzó una rentabilidad anual media del 6,7%. Una de las principales explicaciones de este fenómeno es el incremento en los niveles de apalancamiento financiero, que crece fuertemente a lo largo del período. Según Guerberoff (1977:473): “... la adaptación se llevó a cabo también dentro de un proceso en el cual las empresas extranjeras de este segmento industrial muestran mayor aceleración en la tasa de acumulación, mayor aumento en productividad y en rentabilidad y mayores facilidades de acceso a financiamiento que las empresas nacionales.” Es decir, hubo una dinámica diferenciada, donde el capital extranjero logró mayores mejoras en la productividad y un incremento diferenciado al crédito bancario a tasas subsidiadas.

Hasta aquí hemos presentado trabajos con una visión relativamente optimista de la evolución de la rentabilidad (en sus múltiples definiciones y metodologías) de la economía argentina. Como se verá a continuación, existe otro grupo de análisis que presenta una situación un tanto más adversa. En esta línea se halla el trabajo de Arnaudo (1975), que analiza 58 empresas industriales maduras durante el período 1940-1967 a partir del estudio de sus estados contables. Este conjunto de empresas se compone básicamente por empresas tradicionales y afianzadas, principalmente de los rubros alimenticios y textiles. El objetivo de su estudio es no sólo estimar la rentabilidad del sector, sino analizar el impacto específico de la inflación sobre los resultados de las empresas. En primer lugar, descarta trabajar directamente con los resultados económicos tal como figuran en los balances por las múltiples distorsiones introducidas por la inflación. Asimismo, descarta la posibilidad de ajustar las cuentas de resultado. En su lugar, plantea al beneficio como la variación del patrimonio neto de inicio a fin de cada ejercicio, descontado el flujo de fondos entre la empresa y sus accionistas. Como las cifras del activo fijo se hallan fuertemente distorsionadas por el efecto de la inflación, Arnaudo procedió a re estimarlas desde el período base, teniendo en cuenta altas, bajas y amortizaciones, manteniendo los valores del activo en moneda homogénea. Por otro lado, siendo el interés de su trabajo analizar el impacto de la inflación sobre los resultados de la empresa, debió elaborar estrategias para poder estimar su efecto. Para desagregar del resultado global el efecto de la inflación, procedió calculando la posición financiera neta de la empresa, es decir, a los activos financieros le dedujo los pasivos financieros. A este valor, le descontó la tasa de inflación y le adicionó el flujo neto de intereses devengados. De este modo, no sólo tiene en cuenta la desvalorización de las deudas (o del activo) sino también los intereses nominales que estos saldos devengan. En definitiva, su objetivo es reconstruir un *proxy* de los resultados financieros por endeudamiento a tasa real negativa. Arnaudo presenta varias series como resultado de su trabajo. Entre ellas, unas hacen referencia al potencial de la empresa de generar utilidades al margen de su fuente de financiación, lo que *grosso modo* podemos aproximar a retorno sobre activo, y otras que representan lo efectivamente percibido por el empresario, en relación con su patrimonio neto, lo que a su vez se aproxima bastante bien al retorno sobre patrimonio neto. La diferencia entre uno y otro indicador debiera atribuirse, principalmente, a la diferencia entre la tasa de rendimiento que la empresa obtiene de su

activo y el costo del endeudamiento. Arnaudo encuentra un primer momento de rentabilidad muy elevada que va de 1940 a 1945. De forma posterior a esta fecha, los resultados operativos comienzan a descender, transformándose en muchos años en pérdidas. Según Arnaudo (1975:15): “la tasa neta de rendimiento ||que por su constitución puede asemejarse a los resultados operativos de la empresa|| (*nota del autor*) se caracterizó ya desde finales de la década del cuarenta por un mayor número de valores negativos que positivos (...) en consecuencia, ninguna empresa autofinanciada resulta rentable.” Así, las empresas debieron buscar mecanismos de compensación: “De ahí no hay sino un paso al endeudamiento como necesidad intrínseca de las empresas en un contexto inflacionario” (Arnaudo, 1975:16). Arnaudo señala que sólo a través del endeudamiento a tasas reales negativas este conjunto de empresas logró obtener resultados finales positivos, pero aun así, muy bajos y con tendencia errática. Según su análisis, la tasa de ganancia sobre patrimonio neto se halla menos condicionada por la tendencia del ciclo económico que por la posibilidad de acceso al crédito y el endeudamiento a tasa real negativa, al menos de 1950 en adelante. Esto da lugar a paradojas, donde en años recesivos y fuertemente inflacionarios, por ejemplo 1949, 1952 y 1958, algunas empresas obtienen sus mejores resultados.

El trabajo de Martineja *et al.* (1967) para un período más corto, 1956-1964, apunta conclusiones bastante similares a las de Arnaudo. Tal estudio, al igual que el anterior, estuvo animado por el objetivo de analizar el impacto de la inflación sobre los resultados de las empresas. Tiene como punto de partida el análisis de estados contables de un conjunto de empresas industriales, pero a diferencia de Arnaudo, trabajó a partir de la reconstrucción una a una de las cuentas de resultado. Asimismo, procedió al ajuste de los rubros del activo fijo por el efecto de la inflación, tarea más sencilla en este caso, ya que se trató de un período restringido y que, para mediados del mismo, se aplicó un revalúo contable. Los resultados de la investigación en este caso son incluso más decepcionantes, ya que ponen de manifiesto que la ganancia neta de las empresas fue negativa en más de la mitad de los años abordados. Atribuyen parte de estos resultados negativos a la presión fiscal, especialmente al impuesto a los réditos, cuya base imponible se determina a partir de estados contables sin ajustar por inflación (salvo los años que se aplicó el revalúo contable

e impositivo), lo que da lugar a tributos sobre ganancias ficticias, que en muchos casos, tornan el resultado final real en pérdida. De los nueve años analizados entre 1956 y 1964, las empresas obtuvieron pérdidas en seis años, siendo el resultado global del período también negativo.

Solidarios con estos hallazgos son los resultados del trabajo de Newland (2015) sobre la trayectoria del grupo empresarial Garovaglio & Zorraquín a lo largo del siglo XX. Entre los indicadores analizados, el trabajo recupera varios relativos a la evolución económica y financiera del grupo, al igual que la performance bursátil del mismo. El estudio presenta conclusiones bastante en línea con el trabajo de Arnaudo. Durante la década de 1940 la empresa registró crecientes utilidades, especialmente vinculadas a la performance de sus empresas manufactureras, y luego una tendencia fluctuante. Esta dinámica se refleja en la evolución de su patrimonio neto, que se expande entre 1940 y 1950, pero luego cae muy fuertemente, llegando a ser durante el quinquenio 1970/1974 sólo un 40% del existente en el quinquenio 1945/1949.¹⁷ Si tenemos en cuenta que durante este período la empresa casi no repartió dividendos, esto no puede representar otra cosa que fuertes quebrantos durante los años 1950 y 1960. Este fenómeno se ve reafirmado por la evolución del ratio Q de la empresa. Este indicador representa la razón entre el valor bursátil de la compañía y el valor contable. Con excepción de una efímera alza durante la burbuja bursátil de 1947/1948, este indicador tendió a permanecer alrededor de 1 entre 1946 (año en que la empresa comienza a cotizar en bolsa) y 1960. Luego, con la crisis generalizada del mercado posterior a 1961 este indicador se derrumbó y alcanzó valores menores a 0,3 para fines de la década.

De este repaso sobre diversos trabajos se puede sacar una primera conclusión: no existe consenso respecto al nivel o la tendencia de la tasa de ganancia de las empresas argentinas durante las décadas de 1950 y especialmente de 1960. Este desacuerdo excede con creces las diferencias de definición del objeto, marco teórico, metodología o fuentes utilizadas. Se refiere lisa y llanamente, a trabajos cuyas conclusiones son completamente incompatibles entre sí. En general, podemos señalar que los trabajos que se basan en datos de cuentas

¹⁷ Respecto a las cifras del patrimonio neto para el quinquenio 1970/1974, vale aclarar que no se encuentran particularmente subvaluadas, ya que en 1967 se aplicó un revaluó contable e impositivo. Por otro lado, en 1971 se habilitó el revaluó contable con periodicidad anual.

nacionales, tienden a presentar visiones optimistas sobre la rentabilidad de la economía en general y del sector industrial (los que hacen esta distinción). En este sentido, la única excepción es el trabajo de Maíto, pero, por lo inverosímil de sus resultados y falta de minuciosidad (conclusiones tan disonantes debieran ser mucho más sólidamente argumentadas), omitiremos referencias futuras al mismo. Asimismo, las series de rentabilidad construidas desde un enfoque macro, aunque siguen débilmente las fluctuaciones del ciclo económico, lo hacen dentro de un rango muy acotado, lo que hace que desconfiemos de las mismas. Por el contrario, es esperable que la rentabilidad de la empresa sea volátil, alternando fases de bonanza y depresión (como veremos en los capítulos siguientes). Pero lo que es más importante, al tratarse de series abstractas, es decir, no representar la rentabilidad directa del empresario, probablemente poco tengan que ver con el quehacer cotidiano de la empresa; con las decisiones de inversión, con la estrategia de financiamiento y con la política de distribución de ganancias. En cambio, estos trabajos son más útiles como *proxys* (o indicadores directos en ciertos casos) de la productividad del capital, que puede servir para analizar las tendencias más generales de la economía, pero no para entender las decisiones de los agentes económicos. No obstante, la principal crítica que le cabe a estos trabajos es la utilización de fuentes de dudosa calidad. Como señalan Randall (1976) y Sourrouille (1978), las series de cuentas nacionales argentinas presentan diversas falencias, por lo que no resultan enteramente confiables. Teniendo en cuenta estos problemas, las conclusiones que parten de esta información probablemente se encuentren muy viciadas.

Por otro lado, los trabajos de Petrei y Guerberoﬀ, aunque se basan principalmente en la información de los estados contables, presentan problemas, especialmente en la estimación de la magnitud de las ganancias. El centro de la cuestión radica en las dificultades que implica el re ajuste de las cuentas de resultado una a una. Usualmente no figuran en los estados contables los datos necesarios para reconstruir con exactitud el costo de las mercancías vendidas y ajustar los costos de inventarios al valor de reposición, adicionalmente es difícil medir el impacto de la inflación sobre los activos financieros. En su conjunto, esta metodología tiende a potenciar estratos de distorsiones, lo que torna a sus resultados poco confiables. Un ejemplo de este problema fue evidenciado por De Pablo

(1975) en una senda réplica al trabajo de Petrei. En su crítica, De Pablo señaló a Petrei el error de no haber tenido en cuenta el efecto de la inflación sobre el valor de los inventarios, ya que valuados al costo de origen, y siendo afectados por el proceso inflacionario, su costo de reposición era sistemáticamente más elevado. De esta forma, De Pablo concluye que Petrei subestimó en gran medida el costo de las mercancías vendidas, estimado resultados más elevados de los reales. Ajustando por la velocidad de rotación del inventario, y la variación de precios de tal período, De Pablo (1975:63) señala “(...) que si el desfase medio ||en el ciclo de rotación del inventario|| (*nota del autor*) fuese de 6 meses, del 11% de tasa de rentabilidad calculado por Petrei, pasaríamos al 11%, rentabilidad prácticamente nula (...)”. Más allá de esta crítica en particular, lo que pone de manifiesto el comentario de De Pablo es como una simple omisión en el cálculo de un valor necesario para el cómputo de una línea de las cuentas de resultado puede distorsionar completamente las conclusiones. Por otro lado, incluso si pudiesen tomarse todos los recaudos, la mayoría de las veces faltan los datos necesarios en los estados contables para realizar un estudio en profundidad de los mismos.

Capítulo II: Los valores privados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1930/1970)

Introducción

Dos problemas principales articulan el desarrollo de esta tesis. El primer problema se centra en el estudio del ámbito bursátil, el entorno financiero y el contexto económico e institucional, y el segundo problema se vincula al estudio de las empresas cotizantes y su relación con la trayectoria de los mercados. Este capítulo se aboca al estudio del primer problema. Aquí, presentaremos los resultados de nuestra investigación sobre el mercado de acciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA).

El capítulo se organiza del siguiente modo. La primera sección presenta un breve estado de la cuestión donde damos cuenta de los aportes previos. La segunda sección detalla la metodología y fuentes utilizadas en la construcción de las series propuestas. Se incluyen aquí los resultados generales de nuestro trabajo a través de la presentación de series de cotizaciones bursátiles y retornos al inversor. A fin de adquirir perspectiva histórica se presentan series de cotizaciones que exceden el período abordado y cubren la totalidad del siglo XX, las que son analizadas comparativamente con indicadores similares para el índice S&P de la bolsa de Nueva York.¹⁸ De este modo, buscamos contextualizar el período abordado, que cubre las décadas de 1930 a 1960 en el marco de las transformaciones de larga duración, evitando quedar presos de un enfoque restringido cronológica y nacionalmente.¹⁹ Este análisis es complementado luego con la consideración de otros indicadores relativos a capitalización bursátil, agregados monetarios y crecimiento económico. Cuando fue posible, se incluyeron comparaciones con otros países latinoamericanos para situar el desarrollo local dentro del contexto regional. Finalmente, en

¹⁸ A lo largo del trabajo usaremos el índice S&P de la bolsa de Nueva York como base de comparación para encuadrar la trayectoria local en el marco global. Las series de cotizaciones y retornos para la bolsa de Nueva York fueron consultadas en *Online Data* de Robert Shiller, disponibles on line en <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

¹⁹ Por ejemplo, esto ha llevado a investigadores como Altimir, Santamaría & Sourrouille (1967a) y López & Rougier (2012) a concluir que el mercado local fue modesto, cuando una perspectiva comparada invita a repensar esta hipótesis.

base a los indicadores presentados, se pondrá en perspectiva la relación entre desarrollo económico y desarrollo financiero. La tercera sección del capítulo se centra específicamente en el estudio del mercado de acciones de la BCBA durante el período 1935 – 1970, profundizando con mayor detalle en las series previas y presentando diversas estadísticas relevantes: volúmenes operados, emisiones en el mercado primario y composición sectorial del movimiento y capitales bursátiles. La cuarta sección presenta una perspectiva diacrónica del proceso, haciendo foco en ciertas coyunturas específicas. Esta sección contextualiza el desarrollo del ámbito bursátil dentro de la dinámica política y económica general, con especial atención en los fenómenos y regulaciones financieras, monetarias y bancarias. Más adelante, en la quinta sección del capítulo se analiza un proceso específico de gran importancia para comprender el declive de los mercados durante la década de 1960 que fue la sustitución de activos de ahorro, fenómeno señalado en la literatura como una de las principales causas de la crisis (hipótesis que es respaldada por la evidencia reunida). La sexta sección del capítulo discute algunas interpretaciones generales del proceso, realizando una crítica a la hipótesis inflacionaria²⁰ y sugiriendo una hipótesis alternativa que relaciona la dinámica de los mercados con los beneficios de las empresas.²¹

Para la construcción de los índices y series propuestas hemos recurrido principalmente a la utilización de fuentes primarias, especialmente las de índole institucional. Entre ellas las principales han sido el Boletín Semanal de la BCBA, la Memoria Anual de la BCBA y el Anuario Estadístico de la BCBA. Para el análisis contextual nos hemos basado en fuentes primarias y secundarias, que además de las ya referidas incluyó a documentos diversos como las actas de la *Reunión de Bolsas y Mercados de valores de América* de 1961, los

²⁰ Para un análisis más profundo de las distintas interpretaciones del proceso recomendamos referirse al estado de la cuestión de la tesis. De todos modos, en lo que sigue del capítulo se retoman de forma abreviada los principales argumentos de estas interpretaciones. A los fines de la comprensión de este capítulo, bastará recordarle al lector que la tesis inflacionaria relaciona la crisis en los mercados financieros con el alza de las tasas de inflación luego de 1946. Esta interpretación tuvo muchos adherentes, pero entre quienes la presentaron de forma más refinada hallamos a Streb (1998), Corso (2015) y ciertos trabajos contemporáneos al período como CEMLA (1968a; 1969; 1971), Noya (1970) y Berardi (1974).

²¹ Esta relación puede parecer evidente, pero no ha recibido prácticamente atención en la bibliografía. Por el contrario, ésta se ha centrado en aspectos inflacionarios e institucionales. Adicionalmente, recordamos que tampoco existe consenso respecto al problema de la rentabilidad empresarial, especialmente durante la década de 1960, por lo que cualquier afirmación sobre la naturaleza de esta relación debe ser debidamente fundamentada y no dada por sentado. De forma implícita, lo las interpretaciones canónicas sugieren es que no existe una relación estrecha entre la esfera financiera y las empresas.

documentos de las *Jornadas para Dirigentes de Bancos* de 1965 y 1966, los documentos del *Simposio Sistema Financiero Argentino* organizado por el Programa Latinoamericano para el Desarrollo de Mercados de Capital en 1972 y publicaciones periódicas especializadas como las revistas Camoatí, Veritas, Panorama de la Economía Argentina y el Boletín Techint. Asimismo, se han consultado trabajos contemporáneos al proceso: CEMLA (1968a; 1968b; 1969; 1971), Noya (1970), Comisión Nacional de Valores (1971) y Berardi (1974). A lo largo del capítulo se hará referencia con detalle a cada una de las fuentes utilizadas y la metodología de análisis empleada.

Los resultados de la investigación sugieren que entre 1935 y 1970 existió un mercado bursátil mucho más activo de lo que señalan trabajos previos. Entre 1935 y 1948 las cotizaciones y volúmenes negociados se elevaron fuertemente, brindando importantes retornos a los inversores. A partir de esa fecha las cotizaciones comenzaron un camino descendente, pero manteniéndose hasta 1961 en niveles históricos elevados. Basta tener en cuenta que entre 1900 y 1960 la evolución de los precios en la BCBA fue más favorable que en su par de Nueva York.²² Una situación similar se comprueba en lo referido a los volúmenes operados y en los capitales emitidos en el mercado, ambos en niveles relativamente elevados hasta 1961. No obstante, esta trayectoria favorable mutó en abierta crisis en el transcurso de la década de 1960. Todos los indicadores analizados manifiestan un profundo y acelerado deterioro. Las cotizaciones descienden a lo largo de la década cerca de un 80% en términos reales. Los volúmenes negociados se desploman y las emisiones de capital desaparecen. La evidencia disponible permite relacionar la dinámica bursátil con la distribución de ganancias de las empresas. Aunque no podemos asegurar dentro de los marcos de este capítulo que la distribución de ganancias marcha *pari passu* a la generación de ganancias (es decir, pueden existir divergencias) todo parecería apuntar en esta dirección. Así, la trayectoria bursátil puede ser mejor explicada por las tendencias subyacentes de rentabilidad de las empresas, que por el condicionamiento general de la tasa de inflación, como sostienen otros trabajos. Aunque hacia finales del capítulo introducimos esta discusión, su tratamiento quedará pendiente para los capítulos siguientes del trabajo.

²² Sobre la evolución de la bolsa de Nueva York referimos nuevamente a *Online Data* de Robert Shiller, disponible on line en <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Los valores privados en el largo plazo: un repaso de los trabajos previos

Se sabe poco respecto a la evolución de los valores privados en el largo plazo en la Argentina, y como veremos a continuación, se sabe menos aún respecto al período clave de la industrialización por sustitución de importaciones de 1930 a 1970. Sólo en 1967 la BCBA comenzó a publicar un índice de precios de acciones. Para los años previos existen ciertas series dispersas. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) elaboró una serie de precios de papeles representativos que cubre los años entre 1955 y 1965 y la revista *Economic Survey* otra que cubre un período similar.²³ Por otro lado, la Comisión Nacional de Valores (1971) elaboró en base a información provista por la revista *Business Trends* un índice para el período 1965 – 1971. Para años anteriores a 1955 existen algunos índices de precios sectoriales aparecidos ocasionalmente en las publicaciones de la BCBA. En el Anuario estadístico de 1957 se publicaron unas series de precios de papeles por sectores económicos que cubren el período 1945 – 1955. No obstante, ninguna de estas publicaciones brindó un índice representativo y de largo alcance de precios accionarios. Sólo en años recientes algunos académicos han hecho el esfuerzo de reconstruir series de largo alcance de cotizaciones de acciones. Nakamura & Zarazaga (2001) han elaborado un índice de precios y retornos al inversor de empresas representativas que cotizaban en la BCBA para los años 1900-1935. Dividieron su índice en dos grupos, el de empresas bancarias y el extra bancario. A pesar de que su publicación no brinda mayores detalles sobre la metodología empleada, la evolución que presentan es coherente con el resto de la información que conocemos respecto al período, por lo que resulta confiable.

El análisis de la intermediación financiera en la Argentina ha puesto un énfasis excesivo en el primer tercio del siglo XX. Los patrones de desarrollo financiero de este período son bastante conocidos gracias a una multiplicidad de trabajos, de los cuales ya citamos al de Nakamura & Zarazaga (2001), pero al que hay que sumarle al menos a Della Paolera & Ortiz Batalla (1995), Della Paolera & Taylor (2003), Regalsky (1994) y Cortés Conde (2011), entre otros. Probablemente detrás de esta asimetría de esfuerzos académicos se

²³ Estos trabajos sólo los conocemos por las referencias en la publicación de Comisión Nacional de Valores (1971). No fue posible hallar el material original, lo que en cierto modo prueba también la escasa difusión de estos trabajos.

halle el supuesto de que luego de la crisis de 1930 los mercados financieros en la Argentina entraron en una suerte de letargo y decadencia. Rougier, especialista en el período, también defiende esta tesis: “una de las explicaciones probables es la escasa importancia que en el desarrollo industrial ha tenido, en general, este mercado (el de valores) como fuente de financiamiento de la inversión productiva” (Rougier, 2010:513). Asimismo, la imagen de decadencia de los mercados financieros en la Argentina es reforzada por una serie de trabajos de fines de los años 1960 (período de fuerte crisis) que tiñe con un tinte negativo y decadente a todo el período.²⁴ En gran medida, esta imagen se debe a la falta de trabajos que clarifiquen la evolución de la intermediación financiera en su conjunto y del mercado de valores privados en particular, para el período 1935-1970, es decir, para los años centrales del proceso de industrialización por sustitución de importaciones.

Los valores privados en el largo plazo

Los años centrales del siglo XX constituyen un doble desafío historiográfico. Como señalamos anteriormente, no existen índices de precios de acciones que cubran estos años, por ello, más allá de cierta evidencia fragmentaria, no conocemos con exactitud la evolución de los mismos. En segundo lugar estos años, acorde a la evolución presentada en el apartado anterior, marcan una bisagra en cuanto a los patrones de intermediación financiera, entre un período de gran desarrollo financiero y otro de empequeñecimiento y crisis. Para dar respuesta a estos interrogantes, se ha procedido a elaborar un índice de precios de acciones representativas del período.

Los datos referidos a volúmenes operados entre los años 1935 y 1954 han sido obtenidos de la Memoria Anual de la BCBA. Allí se informan tanto los volúmenes globales operados, como la discriminación por tipo de papel (bonos, cédulas, acciones). También se detalla la negociación de acciones por empresa, tipo y plazo de liquidación. Esta fuente también contiene precios de cierre anuales y dividendos declarados por ejercicio. Entre 1955 y 1957

²⁴ Entre los que se hayan varios de los mencionados previamente: CEMLA (1968a; 1968b; 1969; 1971), Noya (1970), Berardi (1974). Esta imagen es complementada por el tono dramático de las discusiones en torno a las *Jornadas para Dirigentes de Bancos* de 1965 y 1966 y los documentos del simposio de 1972 organizado por el Programa Latinoamericano para el Desarrollo del Mercado de Capital

esta información pasó a ser publicada en el Anuario Estadístico de la BCBA. Esta misma publicación presentó en sus tres entregas estudios sobre la evolución sectorial de las empresas cotizantes, volúmenes transados, indicadores económicos y dividendos abonados, que han sido de utilidad para la elaboración de algunos de los cuadros presentados y que serán oportunamente referidos. De 1958 en adelante la información relativa a volúmenes, precios y dividendos fue consultada en el Boletín Semanal de la BCBA.

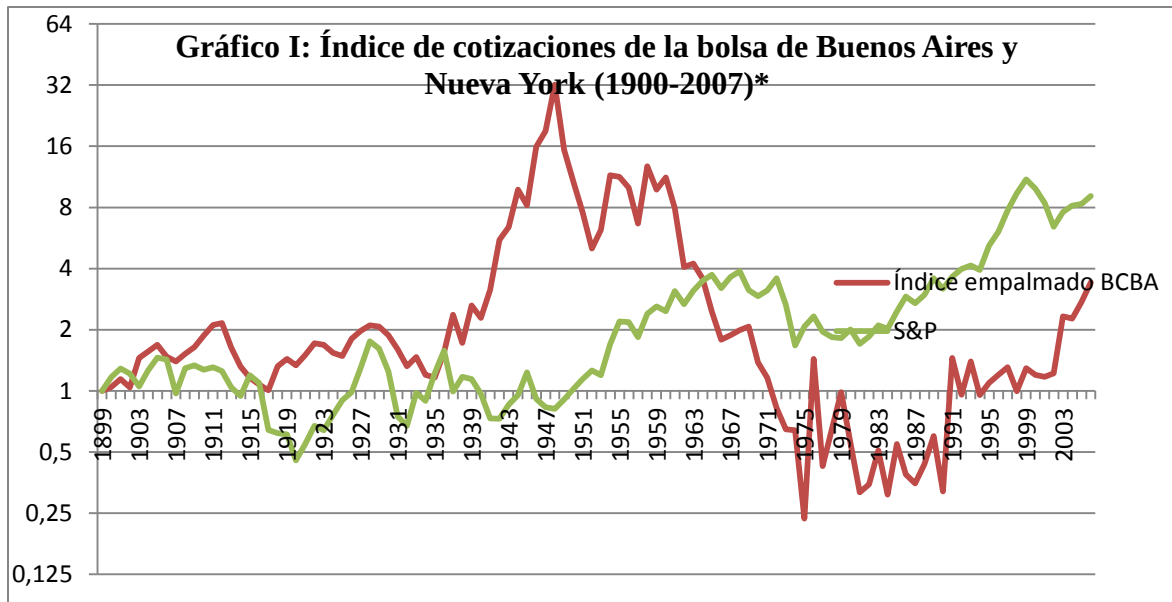
El índice elaborado cubre el período del 31/12/1935 al 31/12/1966. Para ello se han elaborado tres canastas de acciones ordinarias (cada una de las cuales cubre aproximadamente 10 años) en base al volumen efectivo transado por cada papel. A cada papel se le atribuyó la misma ponderación al inicio de cada año calendario, es decir, la variación del índice de un año determinado fue calculada como el promedio simple de la variación de cada una de las acciones que componen la muestra. En este sentido, hemos optado por trabajar con un índice Laspeyres, manteniendo las ponderaciones de cada papel a nivel del período base de comparación. Esta decisión fue tomada para evitar sobredimensionar las variaciones de un único papel. Asimismo, se ha variado la cantidad de acciones incluidas en el índice para capturar una porción representativa del volumen bursátil. Mientras que la primera canasta cubre un 82% del volumen operado con solo 11 empresas, la segunda canasta cubre el 72% del volumen, con 12 empresas y la tercera canasta cubre el 49% del volumen operado con 19 empresas. Otra decisión importante fue la de eliminar los papeles bancarios que hubiesen sido incluidos en la última canasta si se tomase simplemente el criterio de volumen. Debemos aclarar, a pesar de ello, que el volumen operado por los principales papeles bancarios es bajo, por lo que su exclusión no afecta prácticamente la representatividad del índice. Se ha seguido esta decisión a fin de hacer más homogénea la muestra (predominio de valores industriales) y para empalmarla con el índice de papeles no bancarios de Nakamura & Zarazaga (2001). Se buscó trabajar con canastas lo más extendidas cronológicamente posibles a fin de suavizar las bruscas oscilaciones en los volúmenes de operatoria de ciertos papeles (sólo se incluyen los que son representativos de todo el período, o al menos la mayor parte del mismo). Por otro lado, la utilización de una canasta extensa elimina problemas de empalmes entre muestras más chicas, simplifica el cálculo, y sobre todo, evita errores al realizar el cálculo del dividendo,

ya que las fuentes sólo hacen referencia al ejercicio sobre el que se declaran y no a la fecha exacta en que son abonados. Adicionalmente, el cálculo del índice de precios debió tener en cuenta las conversiones en la denominación del valor nominal de los papeles, la moneda en la que se denominaba el capital (a inicios del período coexistían papeles denominados en pesos oro sellado, que a lo largo de las décadas de 1930 y 1940 convierten su capital a pesos moneda nacional), devoluciones de capital y reparto de dividendos en acciones y hasta en especie (por ejemplo, en acciones de otras empresas o títulos públicos). Las canastas de acciones utilizadas pueden consultarse en la tabla VI, incluida en el anexo al final del capítulo.

Para obtener una perspectiva de largo alcance y situar mejor el período bajo estudio en la trayectoria del siglo XX, hemos optado por presentar una serie de larga duración empalmando nuestro índice con el de acciones no bancarias de Nakamura & Zarazaga (2001) que cubre el período 1900-1935, y con el índice de precios de la BCBA, elaborado a partir de 1967 y que cubre hasta la actualidad. Para incorporar otro ángulo de análisis también hemos presentado este índice junto con el índice de cotizaciones S&P para el mismo lapso.²⁵

Una primera inspección del gráfico I sugiere dividir la performance de la BCBA durante el siglo XX en cuatro períodos. El primero, entre 1900 y 1940, en que la BCBA mantuvo niveles de cotizaciones y operaciones estables, que evolucionaron en sintonía con las tendencias mundiales. El segundo, entre 1940 y 1960 en el que la BCBA evidenció gran dinamismo, en la que sus cotizaciones superaron con creces la evolución de su par norteamericano, al menos hasta fines de los años 1940. Un tercer período de crisis, en el que la BCBA vio reducidas sus cotizaciones a niveles mínimos, al igual que el volumen operado, invirtiendo la performance favorable del período anterior, que se prolongó de 1961 a 1991. Y por último un período de rápido crecimiento, aunque desde niveles muy bajos, durante las décadas de 1990 y 2000.

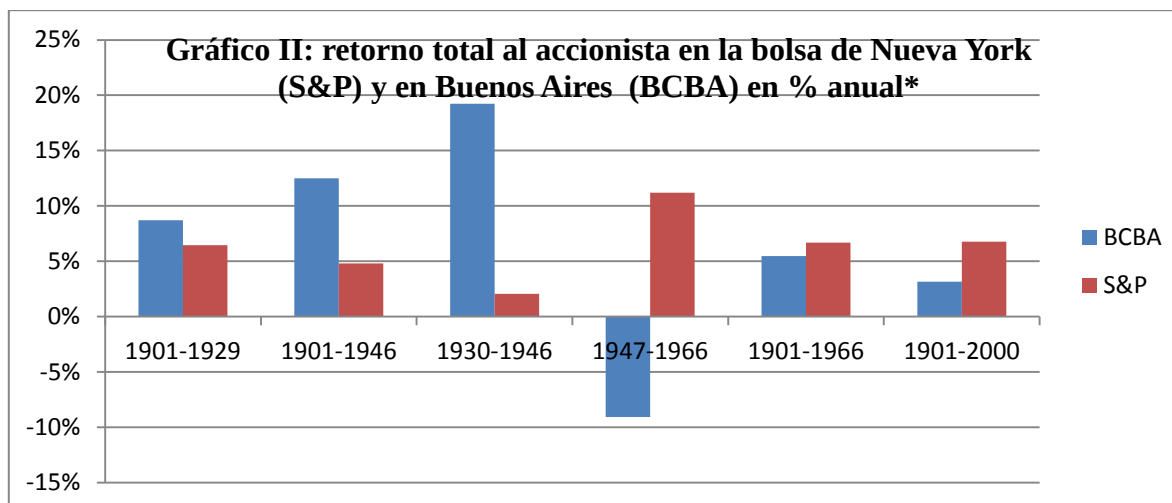
²⁵ Los datos de cotizaciones del S&P fueron consultados en *Online Data* de Robert Shiller, disponibles on line en <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>



*Valores reales. Dic. 1899 = 1.

Fuente: para Bs. As., elaboración propia en base a Nakamura & Zarazaga (2001), para el período 1900 – 1935, Índice de valor de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, para el período 1967- 2007 y el índice bursátil de elaboración propia, para el período 1935 -1966.

Para el S&P, *Online Data* de Robert Shiller, disponibles on line en <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

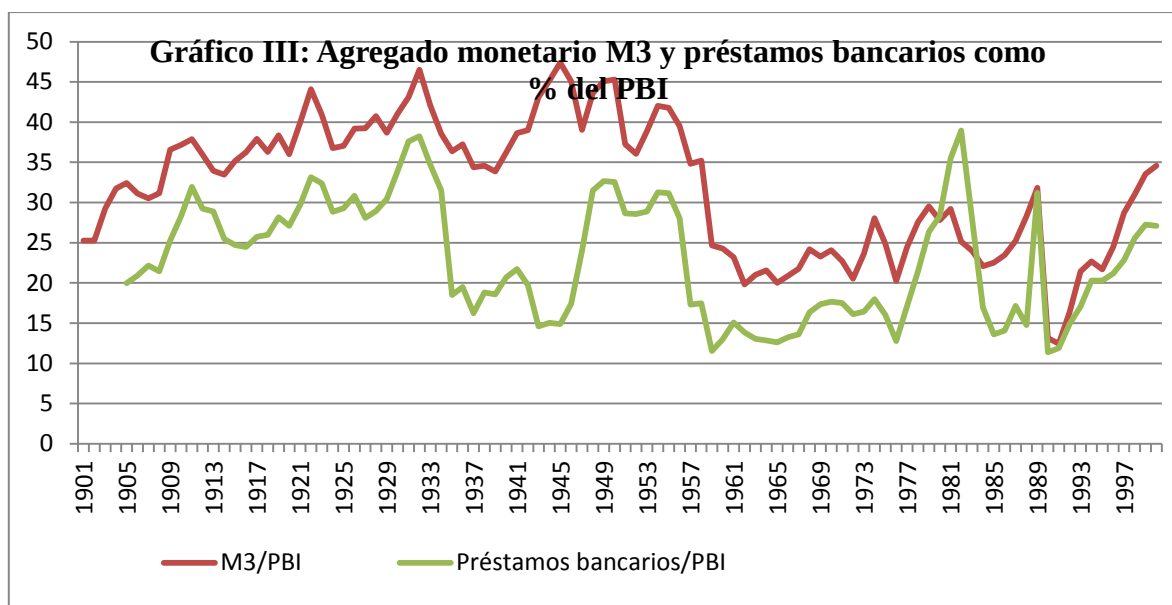


*Ajustado por dividendos en acciones y devoluciones de capital. Asume la reinversión de los dividendos en efectivo.

Fuentes: ídem gráfico I

Como se observa en el gráfico II, entre 1900 y 1946 la BCBA brindó a sus inversores tasas de retorno mucho más elevadas a su par norteamericano. El momento de auge de la bolsa local abarcó los años 1930-1946, período en el que los retornos reales se ubicaron cercanos al 20% anual, mientras que el retorno de la Bolsa de Nueva York fue menor al 5%. Visto en conjunto, el periodo 1900-1966 exhibe resultados parejos para ambos mercados, aunque con períodos de marcadas divergencias. El declive de la bolsa local comenzó hacia fines de 1948. Entre este año y fines de 1966 los retornos que generó a sus inversores fueron negativos en casi un 10% anual, mientras su par norteamericano estaba generando retornos superiores al 10%. El piso mínimo de cotizaciones en la bolsa local se alcanzó en 1975, no obstante hasta la década de 1990 fue incapaz de brindar retornos satisfactorios. *Grosso modo*, las empresas cotizantes en Buenos Aires brindaron ganancias mucho más elevadas que las norteamericanas la primera mitad del siglo, mientras que durante la segunda mitad del siglo los mercados norteamericanos evolucionaron muy favorablemente y se dio un proceso de fuerte destrucción de capital en la esfera local.

Según señalan Nakamura & Zarazaga (2001) el desarrollo de los valores privados en el primer tercio del siglo fue importante, pero no extraordinario. La plaza local distaba de ser un medio especialmente atrayente como alternativa de financiación de las empresas locales, en gran medida por la competencia con la plaza de Londres, donde se fondeaban las empresas más grandes, principalmente ferrocarriles. No obstante, una serie de indicadores lleva a evaluar el desempeño del mercado de acciones de forma favorable. La capitalización de las empresas locales (incluyendo las cotizadas en Buenos Aires y Londres) y los niveles de emisión en el mercado primario son menores, pero comparables a los indicadores de la Bolsa de Nueva York. Para 1929 la capitalización de empresas argentinas, teniendo en cuenta los ferrocarriles cotizados en Londres y las empresas cotizadas en Buenos Aires, representaba aproximadamente un 20% del PBI. Para los Estados Unidos este indicador era en 1924 un 32% de su PBI. En cuanto a los niveles de emisión, para la década de 1920, en Buenos Aires alcanzaron en promedio un 0,31% del PBI, mientras que en Nueva York fueron cercanos al 1,2% del PBI. Es notorio que se trata de un mercado más diminuto que el norteamericano, pero considerando a la Argentina dentro del grupo de países en desarrollo, estos niveles son importantes.



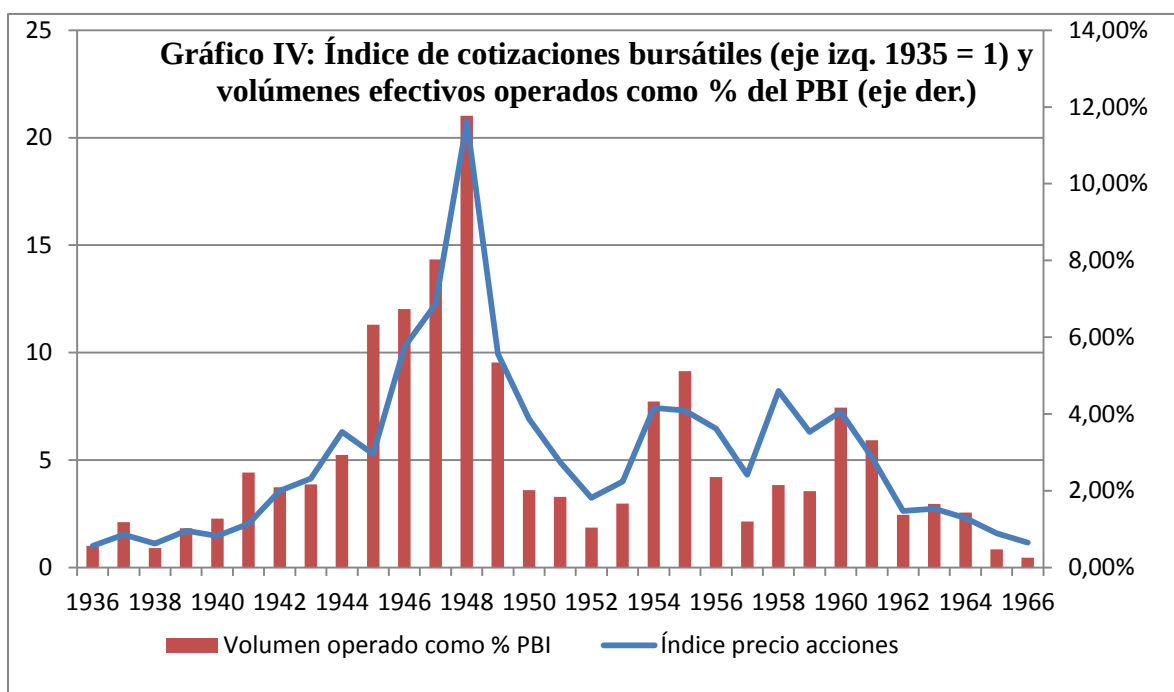
Fuentes: Ferreres (2005)

El análisis de otros indicadores de intermediación financiera como agregados monetarios / PBI y préstamos bancarios / PBI confirma parcialmente la trayectoria de los valores privados. Hasta 1930 se mantuvieron en firme expansión, luego sufrieron los efectos nocivos de la crisis y se recuperaron a niveles elevados durante los años 1940.²⁶ No obstante, a diferencia de los valores privados, no experimentaron un crecimiento pronunciado durante los años 1940, sino que se mantuvieron en niveles estables hasta fin de la década, para comenzar a decrecer, al igual que el mercado accionario, a fines de la misma, a medida que la inflación ascendía y la condición económica se deterioraba. Los agregados monetarios y créditos bancarios, al igual que el mercado bursátil, alcanzaron niveles mínimos entre las décadas de 1960 y 1970.

El repaso de los principales instrumentos de intermediación financiera deja un panorama bien claro. Hasta fines de los años 1940 la intermediación financiera creció continuamente (con excepción de los años de crisis de 1930) y se mantuvo en niveles elevados. El sistema financiero en su conjunto experimentó un notable desarrollo, exhibiendo ciertos indicadores muy próximos a los de economías industrializadas, principalmente por el importante desarrollo del sistema bancario, y en menor medida, del mercado de valores. Durante los

²⁶ Las series referidas a indicadores bancarios y monetarios han sido consultadas en Ferreres (2005).

años 1940, ciertas transformaciones supusieron el desarrollo de un mercado de valores privados fuerte, sustituyendo a otros instrumentos tradicionales como reserva de valor. A partir de 1950 aproximadamente todos estos indicadores comenzaron a deteriorarse, primero lentamente, y con mayor fuerza luego de la devaluación de 1958. No obstante, y aunque sufrió el embate de la misma, el mercado de valores privados fue hasta 1961 un ámbito que gozó de vitalidad. En cambio, a partir de dicha fecha, el mercado de valores privados aceleró su trayectoria descendente para acompañar el deterioro de todos los indicadores de intermediación, que en su conjunto, se mantuvieron en niveles bajísimos hasta la llegada de la convertibilidad en 1991 (sólo mejorando tibiamente luego).



Fuente: Elaboración propia en base a Memorias Anuales de la BCBA, Anuario estadístico de la BCBA (1955, 1956 y 1957), Boletín semanal de la BCBA y Boletín Estadístico del BCRA.

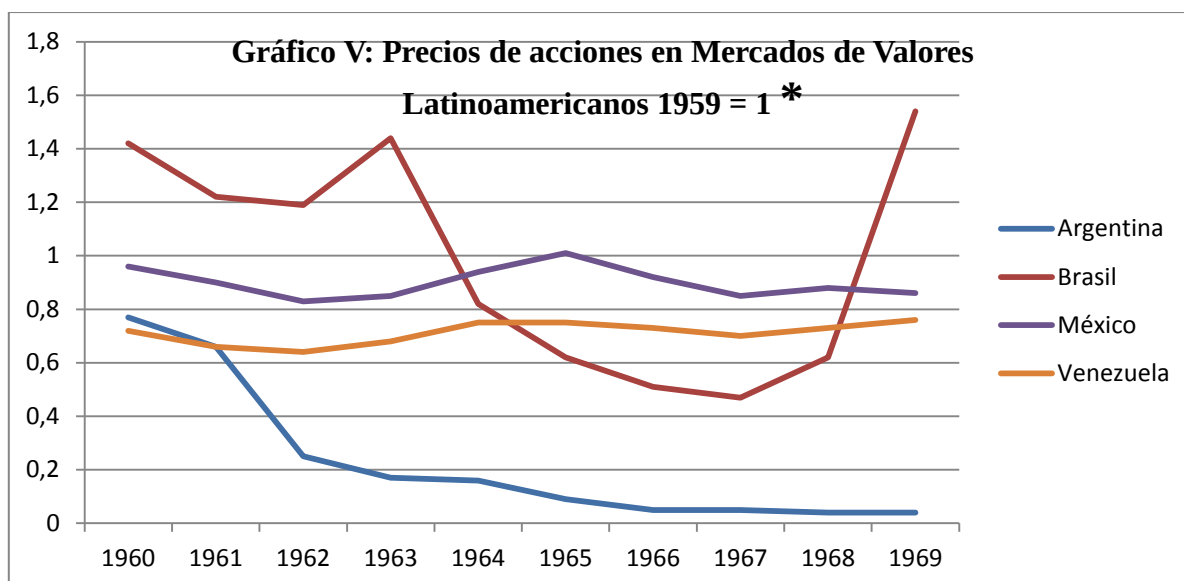
Como se desprende del repaso anterior, el período al que se circunscribe el presente trabajo es de especial interés. Por un lado, los niveles de desarrollo financiero alcanzados fueron muy elevados, especialmente entre 1940 y 1960. A nivel bursátil, tanto las cotizaciones, como los volúmenes operados y las emisiones en el mercado primario fueron las más elevadas del siglo y también importantes en perspectiva internacional. Pero, por otro lado, a pesar de lo notorio de este desarrollo, fue también especialmente frágil, y entre 1958 y 1962

los mercados monetarios y bursátiles sufrieron un descenso tal, que implicó no sólo un retroceso frente a los elevados niveles previos, sino el inicio de una fase de declive profundo y de largo plazo. Como puede verse en el gráfico IV, ya centrándonos en el análisis de la trayectoria de las acciones en la BCBA, podemos subdividir al período 1935 – 1970 en dos o tres fases de desarrollo. El primero, entre 1935 y 1948, de expansión y auge. El segundo, entre 1949 y 1959, de retracción frente a los máximos previos, pero sin trayectoria definida, todavía fluctuante en torno a valores relativamente elevados. Y el tercero, de 1961 en adelante, donde la actividad bursátil alcanzó valores mínimos.

El panorama aquí presentado es en cierta medida único dentro del contexto latinoamericano; hasta la década de 1960, el mercado de valores argentino fue claramente el más desarrollado entre sus pares. Los volúmenes negociados en las bolsas de Lima, Caracas, Bogotá y hasta los años 1960 en San Pablo y Rio de Janeiro fueron ínfimos. Se presume que sus respectivos mercados primarios acompañaron, como lo hacen habitualmente, estas trayectorias. El mercado de valores de México DF es en cierto sentido una particularidad, ya que si bien logró canalizar porciones importantes del ahorro nacional hacia la inversión, el mecanismo dominante no fue la emisión de acciones de sociedades anónimas, sino la emisión de debentures de parte de NAFINSA, empresa que a su vez se encargaba de distribuir el crédito entre el sector privado.²⁷ En Brasil en cambio, sólo durante la década de 1960 los mercados de valores lograron constituirse en una fuente de financiación al sector privado, creciendo durante toda la década la emisión de acciones de sociedades anónimas en bolsa. Previamente, su contribución a la financiación de la inversión había sido muy exigua. Esta superioridad en el desarrollo financiero de la Argentina fue notoria hasta entrados los años 1960. Durante esta década, los mercados de Brasil y México se acercan y superan en nivel de madurez al argentino, mientras que Caracas, Bogotá y Lima también recortan la distancia que los separa. En el gráfico V y la tabla I se hace notorio el retroceso del mercado local respecto a sus pares latinoamericanos: tanto los volúmenes operados, como las cotizaciones de las acciones de sociedades anónimas se derrumban durante los años 1960.²⁸

²⁷ Moreno Lázaro, (2015).

²⁸ CEMLA (1971).



*Valores reales

Fuente: CEMLA (1971).

Tabla I: Volumen efectivo transado en las principales bolsas latinoamericanas

	1961		1964	
	Monto *	% negociado en acciones	Monto	% negociado en acciones
Argentina	405,3	93,8	248	91,3
Brasil	131,5	29,6	267	22,5
Colombia	48,2	60,9	63,3	72,4
México	631,5	1,7	2110,5	4,9
Perú	1,8	61	2,7	56,6
Venezuela	27,8	27,8	54,8	21,8

*en millones de dólares, al cambio libre publicado por el FMI en *International Financial Statistics*

Fuente: CEMLA (1971)

Esta evolución de largo plazo confirma las tesis que vinculan el desarrollo financiero con crecimiento económico.²⁹ Trayectorias ascendentes en los niveles de intermediación de

²⁹ Las mismas han sido reseñadas en el estado de la cuestión de la tesis. Resumidamente, este conjunto de trabajos sostienen que el desarrollo financiero acelera el crecimiento económico o al menos es un indicador que predice el crecimiento futuro. Los principales exponentes de esta interpretación son Goldsmith (1963), Gurley & Shaw (1967), McKinnon (1973), King & Levine (1993) y Levine & Zervos (1998). Levine (2005) presenta un detallado estado del arte sobre el tema y relativiza algunas posiciones previas, sosteniendo que es

activos financieros han sido acompañadas por trayectorias económicas en igual sentido. Entre 1900 y 1950, período donde el rendimiento de la Bolsa de Buenos Aires fue superior a la de Nueva York, la economía argentina multiplicó su tamaño por 6,61, mientras que la norteamericana se multiplicó por 4,65. En la segunda mitad del siglo esta performance, al igual que la financiera, se invirtió: entre 1950 y 2000 la economía argentina se multiplicó por 3,74, mientras que la norteamericana por 5,51.³⁰ Analizando cualquiera de los indicadores presentados anteriormente llegaremos a conclusiones más o menos similares. Ya sea que el analista se refiera al estudio del ámbito bursátil y los diversos papeles allí negociados, o al marco más general de la evolución bancaria y monetaria, terminará confirmando este proceso aquí descripto. No obstante, debe tenerse en cuenta que correlación no implica causalidad. De forma *sui generis*, tomaremos desarrollo financiero y desarrollo económico como fenómenos contemporáneos, pensando a la intermediación financiera como un indicador que permite captar el pulso de la economía, pero no otorgándole un rol preeminente a la hora de explicar la acumulación de capital.

A pesar de que este enfoque ha demostrado ser valioso para comprender procesos de largo plazo, no es completamente útil para análisis de períodos acotados. Para el recorte cronológico de este trabajo, que se centra entre las décadas de 1930 y 1960, este marco teórico no se ajusta a los hechos estudiados. La principal evidencia que va a discutir esta tesis radica en que la década que va de 1964 a 1974 fue una de las de mayor crecimiento económico en la historia Argentina, en la que el crecimiento del sector industrial fue importante, al igual que la mejora en la productividad del trabajo y salarios.³¹ Pero, contrariando esta dinámica expansiva, los mercados financieros experimentaron una fuerte retracción, llegando a la virtual desaparición en el caso de los valores privados y a un deterioro muy marcado en el sistema bancario e indicadores monetarios. Ante esta evidencia, es difícil sostener la utilidad de este enfoque para procesos de corto y mediano

difícil probar la relación de causalidad entre desarrollo financiero y crecimiento económico, pero manteniendo la idea de que el desarrollo financiero es un proceso correlacionado con este fenómeno.

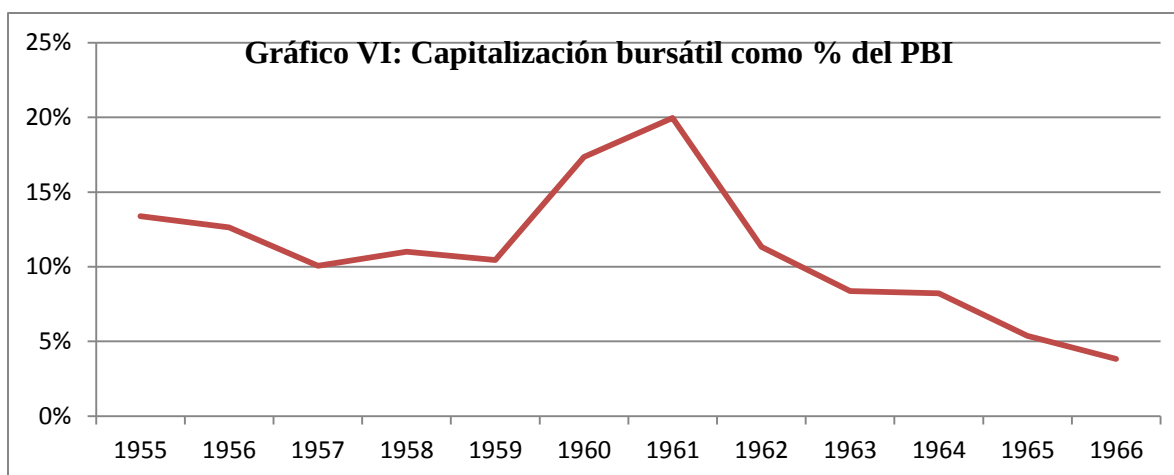
³⁰ Los datos sobre el PBI han sido tomados de Maddison Project Database, version 2018. Bolt, Jutta, Robert Inklaar, Herman de Jong and Jan Luiten van Zanden (2018), “Rebasing ‘Maddison’: new income comparisons and the shape of long-run economic development”, [Maddison Project Working paper 10](#)

³¹ La importancia del desarrollo industrial de la década ha sido resaltada por Gerchunoff & Llach (1975) y Schvarzer (1996), entre otros. El avance de los indicadores mencionados es referido en varios trabajos, por ejemplo en Heymann (1980) e Iñigo Carrera (2007).

plazo. En cambio, parece ser que sólo en el largo plazo los fundamentos económicos se encuentran con los financieros. Para períodos cortos, todo sugiere que podrían existir fuertes divergencias entre estos procesos, en especial en la medida en que la intervención estatal opera férreamente sobre los mercados, especialmente el financiero, donde el control de tasas y diversas regulaciones tienen un impacto casi inmediato. Claramente estamos ante un problema que amerita una investigación específica, que excede con creces los límites de este trabajo.

Los valores privados durante la industrialización sustitutiva: participación sectorial, emisiones y capitalización

Un primer análisis del ámbito bursátil revela la constante incorporación de empresas cotizantes a lo largo del período. Un momento inicial de expansión fuerte lo encontramos a mediados de la década de 1940, donde la cantidad de papeles cotizados pasó de 142 a 251 entre los años 1943 y 1948 (Alemann, 1956). Un segundo momento de expansión intenso fueron los años del desarrollismo. En 1962 la bolsa registraba 669 sociedades anónimas que cotizaban sus papeles allí, mientras que en 1956 el número era de apenas 333 (Comisión Nacional de Valores, 1971). Sólo con la intensa crisis de los años 1960 se revirtió el proceso de incorporación de empresas a la bolsa e incluso comenzaron a retirarse, cada vez en mayor cantidad durante el transcurso de la década. Para 1970 se habían retirado más de doscientas empresas, quedando en el mercado sólo 414 (Comisión Nacional de Valores, 1971).



Fuente: CEMLA (1968a).

La constante incorporación de nuevos capitales a la bolsa, especialmente entre 1955 y 1962, se vio reflejada en el aumento de la capitalización bursátil de los mismos. Como se aprecia en el gráfico VI, para 1961 la capitalización de las empresas cotizantes en la BCBA alcanzó la cota del 20% en relación al PBI (CEMLA, 1968a). Si bien para 1948 no tenemos datos exactos, es verosímil suponer que la capitalización haya sido al menos similar a la de 1961.³² Esta evolución da cuenta del marcado incremento en los niveles de capitalización de la BCBA, ya que, para la década de 1920, sólo contando los ferrocarriles cotizados en Londres se alcanzaban niveles similares. Descontando dichas empresas, la capitalización de la BCBA en 1929 apenas alcanzaba al 10% del PBI, que de todos modos, ya es un nivel elevado (Nakamura & Zarazaga, 2001).

Los indicadores expuestos anteriormente sugieren un gran crecimiento del mercado de valores privados como vehículo financiero durante la industrialización por sustitución de importaciones. Entre 1940 y 1960 el panel de sociedades anónimas cotizadas en la bolsa incrementó su cantidad, su capital admitido y sus niveles de capitalización. Pero ¿Qué tipo de capitales se estaban incorporando al mercado? Información publicada en el Anuario estadístico de la BCBA de 1956 revela los cambios en la composición de los capitales

³² La intuición detrás de este cálculo se basa en que los capitales integrados en el ámbito bursátil prácticamente se duplicaron entre esos años, mientras que las cotizaciones de los mismos descendieron aproximadamente en una proporción similar. En base a estos datos, no es ilógico asumir un nivel de capitalización sobre producto similar para ambas fechas, aunque reconocemos que es un cálculo bastante especulativo.

admitidos a cotización. Como se aprecia en la tabla II, destaca por sobre todos los elementos el gran aumento del capital del sector comercial, seguido por la industria metalúrgica y el sector papeleras y gráficas. Esto contrasta con el declive de los sectores antes dominantes, sector primario, industrias extractivas y sector financiero. Esta modificación en la estructura de los capitales admitidos revela el gran crecimiento de la industria manufacturera en su conjunto, motorizado por la expansión del sector metalúrgico y papelerero. El sector comercial, a pesar de haber registrado las mayores tasas de expansión, no pasó de representar el 10% del capital en 1956. Para esta fecha, el 40% del capital era representado por metalúrgicas y papeleras, mientras que para 1935, el sector bancos y seguros representaba 2/3 del capital y las industrias primarias y extractivas representaban más de un 1/4 del capital. La evidencia presentada en este informe parece acompañar las tendencias y transformaciones del conjunto de la economía. El crecimiento del stock de capital de la industria manufacturera, y en especial de la metalúrgica, ha sido señalado con énfasis por diversos investigadores lo que es consistente con la trayectoria que verificamos en el ámbito bursátil.³³

Tabla II: Capitales admitidos a cotizar de sociedades cuyos papeles se transaron al menos una vez durante el año, en miles de pesos de 1935

	Industrias primarias y extractivas	Bancos y seguros	Comercio e importación	Metalúrgicas	Papeleras y A. Gráficas
1935	\$ 106.422,50	\$ 268.976,10		\$ 10.985,00	\$ 22.165,50
1940	\$ 115.797,10	\$ 154.450,32		\$ 24.434,96	\$ 46.581,20
1945	\$ 157.805,11	\$ 124.373,31	\$ 8.167,90	\$ 38.771,27	\$ 49.028,03
1950	\$ 114.500,64	\$ 43.072,38	\$ 30.508,51	\$ 101.256,22	\$ 95.954,60
1955	\$ 74.163,08	\$ 30.209,87	\$ 45.754,87	\$ 173.222,90	\$ 81.363,85
1956	\$ 86.682,94	\$ 33.870,73	\$ 50.587,00	\$ 177.946,85	\$ 90.683,54

Fuente: Elaboración propia en base al Anuario estadístico de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires del año 1956

³³ Ver Elías, Victor (1969) y Newland, Carlos (2015).

Alemann (1956) también ha destacado el incremento de valores industriales a lo largo del período. Estos sectores aumentaron su participación en el capital bursátil pues fueron los más dinámicos durante la posguerra, como lo muestra la evolución del stock de capital fijo estimada por Elías (1969). Es evidente, que para estos sectores económicos la BCBA fue una fuente importante de financiamiento. Alemann (1956) ha señalado que el desarrollo del sector metalúrgico estuvo estrechamente vinculado al ámbito bursátil, que le proveyó de importantes recursos para su expansión. Una mirada a la composición de los valores más negociados confirma el avance de los papeles industriales. Mientras que la industria metalúrgica no se encuentra representada en la primera canasta elaborada para la construcción del índice, la última canasta muestra un claro predominio de sectores industriales, cada vez de mayor complejidad, donde el sector metalúrgico se halla ampliamente representado. La trayectoria bursátil acompañó las etapas de desarrollo económico: mientras que durante los años 1930 predominaron los sectores primarios³⁴, las industrias de transformación de materias primas y aquellos sectores de servicios vinculados a tales actividades, la década de 1940 fue testigo del avance de la industria liviana. Los años 1950 y 1960 presentan en cambio un perfil industrial más maduro: la industria automotriz, la química y la siderurgia, es decir, aquellos sectores priorizados por el proyecto industrializador desarrollista ganaron mayor representación dentro del ámbito bursátil, aunque sin desplazar completamente a los sectores de la industria liviana y alimenticia.

Pero ¿Cuánto capital fue capaz de canalizar el ámbito bursátil hacia la inversión productiva? Lamentablemente no existen estadísticas exactas. Aunque la Comisión de Valores ha publicado desde 1937 los datos referidos a nuevos capitales autorizados a cotizar en el mercado, estos informes no discriminan emisión primaria de acciones por aportes de capital, de emisión de papeles por entrega de dividendos o incluso por incorporación a la cotización bursátil de sociedades anónimas pre existente. Por ello, los cálculos que presentamos a continuación deben ser tomados como sumamente especulativos. Para el período entre 1907 y 1929 Nakamura & Zarazaga (2001) calcularon

³⁴ Probablemente como continuidad de los rasgos dominantes del período pre crisis. Aunque estos sectores probablemente hayan sido perjudicados en el contexto pos 1930, todavía seguían teniendo importante peso específico en el mercado. Sólo lentamente este rol dominante fue asumido por el sector manufacturero.

que la emisión primaria en la BCBA alcanzó en promedio anual un 0,46% del PBI. Durante los años centrales de la industrialización sustitutiva (excluyendo de 1950 a 1954, para los cuales no tenemos datos certeros disponibles), y que engloban el período más dinámico de la BCBA, entre 1945 y 1961, estimamos que las emisiones primarias probablemente hayan representaron en promedio un 0,67% del PBI.³⁵ Al igual que las cotizaciones, los picos de emisión primaria se registraron alrededor de 1948 y 1961. Las emisiones de fines de los años 1950 y principios de los años 1960 constituyeron récords absolutos, y llegaron a superar incluso las mejores marcas de las primeras décadas del siglo XX. La capacidad del mercado de valores de canalizar el ahorro hacia la inversión, hasta bien entrada la crisis del sistema financiero durante los años 1960, fue muy elevada incluso en parámetros internacionales.³⁶

Los capitales industriales fueron los principales beneficiarios de la captación de recursos en el mercado de valores, por lo que el mismo, tal cual señala Alemann (1956), parece haber sido de crucial importancia para el desarrollo de varios sectores, principalmente el metalúrgico, lo cual es mucho más cierto para algunos capitales individuales en especial. Chu (1972) ha trabajado con datos no publicados de un estudio elaborado por el Banco Central durante la década de 1940, que cubre el período 1939-1944, y hace referencia a las fuentes de fondos de un conjunto de grandes empresas industriales. A partir de estos datos, Chu concluye que el rol de la BCBA como fuente de fondos fue bastante activo. Para el conjunto de empresas de la muestra (cuya composición lamentablemente no conocemos), las fuentes internas cubrieron el 49% de las necesidades de fondos, mientras que las externas el 51% restante. Dentro de las fuentes externas, el recurso a la emisión primaria de acciones, cubrió el 31% de las necesidades totales.

³⁵ Para el período 1955 – 1965 conocemos con exactitud las emisiones primarias en el mercado gracias a un informe del Banco Central cuyos resultados han sido recuperados luego por CEMLA (1968a). El resto de los años debió ser estimado extrapolando la información disponible. Para los años 1950 – 1954 no hemos realizado estimaciones por falta de datos. Para los años iniciales del Peronismo, entre 1946 y 1949, que corresponden a un período de fuerte dinamismo en el mercado, se asumió que la proporción de capitales emitidos en la BCBA sobre el total del incremento en los capitales admitidos a cotizar, fue similar a la del boom desarrollista entre 1959 y 1961. Para los años previos entre 1935 y 1945, se asumió que la proporción de nuevas emisiones sobre el total de capitales incorporados a cotización fue similar a la del período 1955 – 1958.

³⁶ En general la contribución de los mercados de valores a la financiación de la inversión es bastante pequeña. Al respecto ver Monti (1971). Para dimensionar mejor el aporte de la bolsa a la inversión en los Estados Unidos, sugerimos ver el *Flow of Funds* publicado por la Reserva Federal De los Estados Unidos.

Tabla III: Participación en % de las emisiones primarias de acciones en la financiación global de un conjunto seleccionado de empresas

Textilia		Grafa		Teubal	
1931-1938	1939-1945	1930-1938	1938-1945	1937-1938	1939-1949
21	4	21	15	40	0

Campomar		Grassi	
1930-1938	1939-1945	1934-1938	1939-1944
0	61	42	47

Fuente: Chu (1972)

Chu complementa los datos obtenidos del trabajo del Banco Central con el estudio de algunas empresas elegidas por su representatividad, cuyos resultados se presentan en la tabla III. La revisión de este conjunto de balances, permite confirmar que a nivel de ciertos capitales individuales el aporte del mercado de valores fue clave para su expansión. El caso más paradigmático que expone es el de Grassi, que cubrió en promedio un 45% de sus necesidades de fondos apelando al mercado de valores.

Para la década de 1950 el aporte del mercado de valores al sector industrial también fue muy elevado. Un trabajo sobre fuentes y usos de fondos correspondientes a empresas industriales que cubre los años 1952-1959, señala que las emisiones en el mercado primario cubrieron alrededor de un 10% de las necesidades de financiación.³⁷ Durante los años 1960 y 1961 esta proporción aumentó drásticamente: la emisión primaria de acciones llegó a cubrir un 5% de la inversión bruta en la Argentina.³⁸

La crisis de los años 1960 marcó el quiebre definitivo del mercado de valores. A partir de 1962, las empresas ingresaron en una debacle económica-financiera que terminó de cerrarles el acceso a los mercados de valores. La capacidad de la BCBA de actuar como intermediario financiero entre el ahorro y la inversión colapsó definitivamente y las empresas debieron recurrir a otras fuentes de financiación. Luego de la gran expectativa

³⁷ Monti, Ángel, (1971).

³⁸ Comisión Nacional de Valores, (1971).

abierta por el proyecto desarrollista, su crisis desnudó la real situación económica de las empresas, por demás delicada, lo que derivó en un espiral descendente de bajas cotizaciones y niveles de emisión cada vez menores. Cadierno, Chiorchetti & Las Heras describen la realidad de los años 1960 del siguiente modo: “El mercado de acciones se encuentra en un círculo vicioso de actividad que gira entre los escasos dividendos distribuidos por las empresas, lo que provoca en muchos casos, bajas cotizaciones, a su vez causa del desinterés de los inversores. La depresión en el mercado secundario repercute en el primario al no absorber nuevas emisiones, por lo que los emisores carecen de estímulo para retribuir a sus accionistas” (1973:XXIX-1).

Una cronología del proceso

El despegue de un mercado: cambios económicos e institucionales (1935-1945)

La década de 1930 fue testigo de cambios estructurales en la economía argentina. La industria manufacturera ganó durante esa década (sobre todo hacia fines de la misma) mayor peso en el PBI. A fines de los años 1920 la actividad industrial representaba un 25% del producto agropecuario, mientras que en 1942 lo igualaba (Newland, 2017). La mejora de los precios relativos de bienes industriales elevó las tasas de retorno del sector, lo que produjo un incentivo para que nuevos capitales ingresen a la actividad. El incremento patrimonial del sector industrial da cuenta de este proceso. Según Newland, una muestra representativa de empresas metalúrgicas aumentó su patrimonio entre 1926 y 1943 casi un 700% en términos reales. Gran parte de estas inversiones fueron cubiertas por capitales extranjeros radicados durante la década, no obstante, este impulsó a la actividad industrial también supuso nuevas demandas al sector financiero doméstico.

Rougier (2001; 2004) señala que el sistema financiero local no estaba en condiciones de satisfacer estas necesidades creadas por el crecimiento del sector industrial. El mismo, estaba principalmente adaptado a los requerimientos y prácticas de los sectores primario y terciario. Es decir, financiaba actividades con menores proporciones de capital fijo y velocidades de rotación mucho más elevadas a la industrial. Los plazos de amortización de

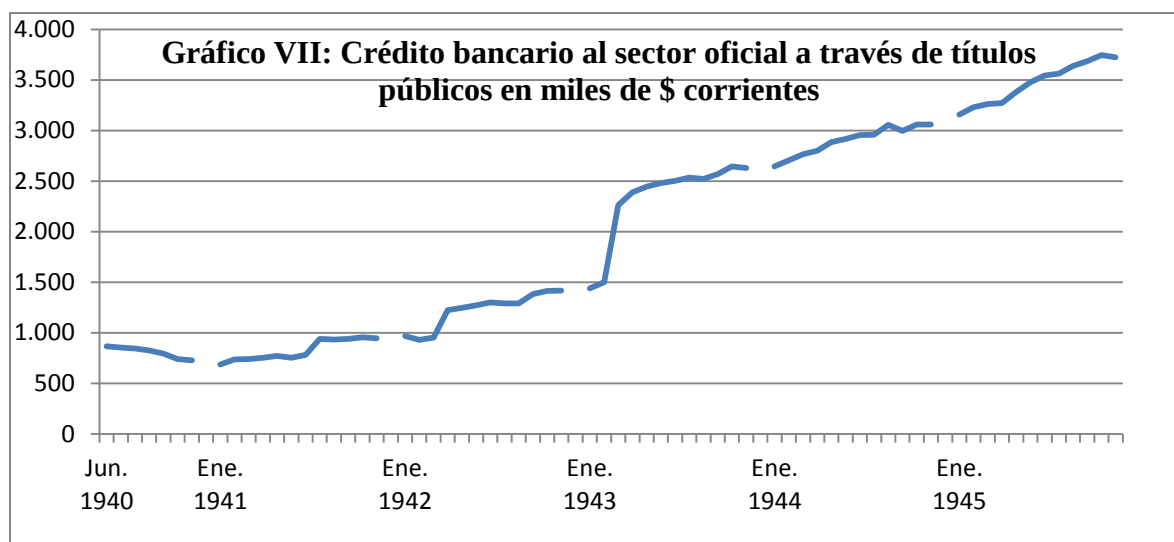
las inversiones en estas actividades eran también menores a los requerimientos del sector industrial. Hasta la década de 1930 no existió en la Argentina un mercado financiero capaz de proveer capitales a largo plazo, justamente el tipo que más requiere el desarrollo industrial. El crédito hipotecario como herramienta de financiación industrial era prácticamente inexistente y el bancario muy limitado al corto plazo.

Para complicar el panorama, la creación del Banco Central en 1935 impuso nuevas restricciones al crédito, lo que acentuó la dificultad del sector industrial de conseguir fondos. El BCRA limitó los plazos del crédito a la duración de los depósitos, para evitar posibles descalces e inestabilidad del sistema bancario. Con ello, el sistema bancario se vio limitado de expandir el plazo de los créditos, que de todo modo, antes de la creación del BCRA ya eran bastante limitados. A fin de controlar los niveles de liquidez y las presiones inflacionarias el BCRA llevó adelante una política restrictiva del crédito a través de operaciones de mercado abierto. La práctica de redescuento de documentos estaba poco extendida y las tasas de encajes eran fijas, lo que dejaba sólo la alternativa de realizar este tipo de operatorias para regular el volumen del crédito (Aisenstein, 1940).³⁹ A pesar del crecimiento de los agregados monetarios una vez superados principales efectos de la crisis de 1930, el crédito se mantuvo bastante deprimido: en 1931 alcanzó su ratio máximo, alrededor del 37% del PBI, en contraste, una vez establecido el BCRA en 1935, el crédito se contrajo al 16% del PBI y permaneció en niveles bajos hasta 1946.⁴⁰ Los estudiosos del período concuerdan en que las nuevas regulaciones del BCRA colocaron en aprietos al sector privado, limitando su acceso al crédito bancario. Según Chu (1972), el financiamiento al sector industrial cayó fuertemente, justo en momentos en que iniciaba una expansión vigorosa. Un límite adicional al sistema bancario le impedía participar libremente en el capital accionario de sociedades anónimas. Estas regulaciones tuvieron un doble efecto, el de dificultar el acceso al crédito del sector privado, y el de generar una masa de recursos en disponibilidad factible de ser aprovechada por el sector público. Durante los años finales de la década de 1930, el BCRA llevó adelante la colocación de Bonos Consolidados del Tesoro nacional en el sistema bancario, a fin de absorber sus

³⁹ Sobre la creación del BCRA ver Rougier & Sember (2018).

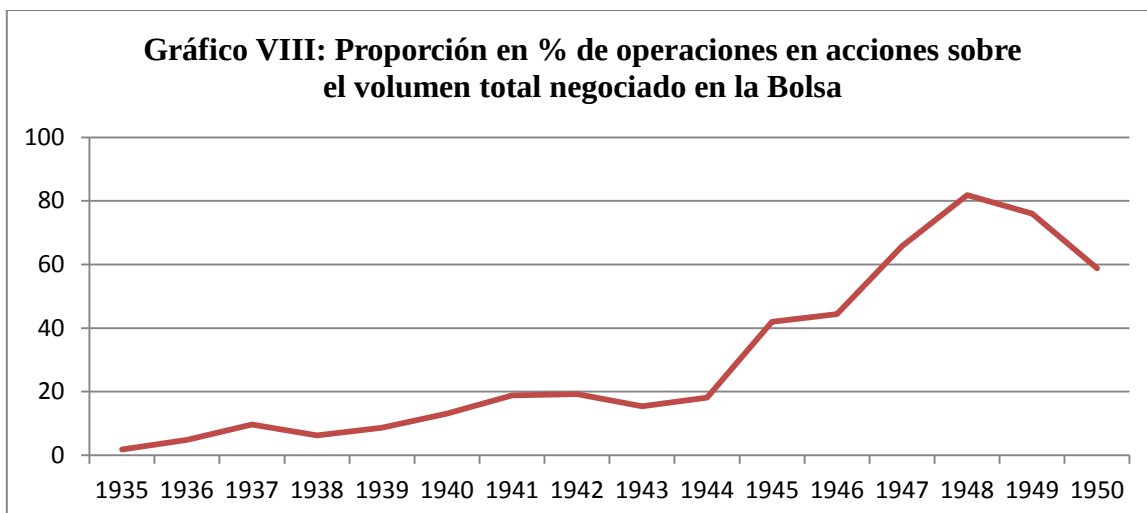
⁴⁰ Series extraídas de Ferreres (2004).

saldos líquidos (Aisenstein, 1940). Una vez desatada la guerra en 1938, con la imposibilidad de vender la cosecha gruesa en el extranjero y ante las grandes obras públicas encaradas, el Estado Nacional registró importantes déficits que fueron cubiertos a través de la colocación de títulos públicos dentro del sistema bancario. El análisis de los balances consolidados del sistema financiero nacional a partir de 1940, revela una proporción creciente del activo bancario compuesto por títulos públicos.



Fuente: Balances Consolidados de las entidades financieras – BCRA – Disponible *on line* en http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp

En este contexto, el sistema bancario en su conjunto fue incapaz de dar respuesta a las necesidades del sector industrial, y en cambio fue una activa fuente de financiación para el sector público (hecho que se repetiría nuevamente en la década de 1960, pero ya en un entorno de franco deterioro monetario). Esta dinámica llevó a que desde fines de los años 1930 el mercado de títulos públicos creciera y ganase en dinamismo. El grueso de las transacciones en el ámbito bursátil a fines de los años 1930 y mediados de los 1940 correspondía a títulos públicos, mientras que el volumen de acciones negociadas, a pesar de estar en alza, era todavía bastante limitado (Alemann, 1956; Corso, 2015).



Fuente: Alemann (1956)

Los observadores contemporáneos fueron conscientes de los límites que soportaba el crédito industrial y la incapacidad del sistema bancario de proveer financiamiento de largo plazo. Esta problemática se plasmó en una serie de iniciativas: el Plan Pinedo de 1939, la organización de la sección de crédito industrial del Banco Nación en 1943, y finalmente la organización del Banco de Crédito Industrial de la República Argentina en 1944. Esta última institución fue el mayor logro en este sentido. En lugar de cumplir las funciones de banca comercial, su función acorde a los estatutos conferidos, era la de promover el crédito a largo plazo a los sectores industrial y minero. Para garantizar estos fines, la institución se encontraba vedada de recibir depósitos del público, y en cambio, debía fondearse en el mercado de valores (como efectivamente operó una institución comparable: la NAFINSA mexicana, que recogía fondos privados en la Bolsa y luego brindaba crédito de largo plazo al sector industrial).⁴¹ No obstante, estos emprendimientos quedaron truchos y el Banco de Crédito Industrial devino rápidamente en una institución con características comerciales que se limitó básicamente a otorgar créditos de corto plazo.

Ante esta limitación del crédito bancario, el sector industrial buscó alternativas para su financiación de largo plazo, las que encontró, al menos parcialmente, en el Mercado de Valores de la BCBA. El surgimiento de la BCBA como un ámbito de financiamiento de la

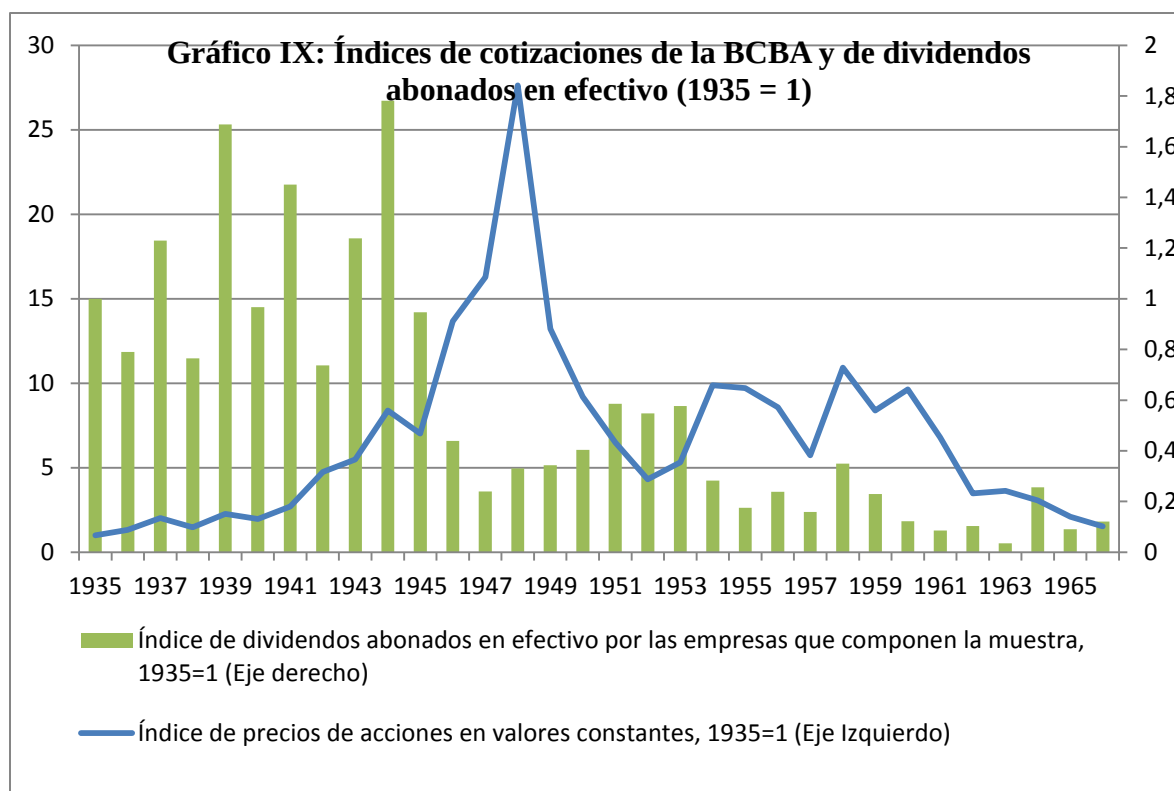
⁴¹ Sobre los proyectos locales para la creación de instituciones financieras de apoyo al sector industrial ver Rougier (2001; 2004) Acerca del desarrollo financiero de México ver Ángel & Marichal (2003), López (2012), y Moreno Lázaro (2015).

actividad industrial estuvo acicateado por la reducción de otras fuentes alternativas de crédito. Pero si el Mercado de Valores fue capaz de proveer una porción creciente de estas necesidades de financiamiento, lo fue debido a la situación de prosperidad generalizada que atravesaba la economía. A pesar de que el sector oficial se había convertido en un activo demandante del crédito, todavía existía resto para financiar al sector privado. La existencia de importantes saldos positivos en la balanza de pagos tuvo como correlato crecientes niveles de liquidez en plaza, que, aunque no eran susceptibles de ser canalizados a través del sistema bancario debido a las restricciones impuestas por las regulaciones del BCRA, encontraron en el Mercado de Valores privados una colocación satisfactoria.

Este renovado interés en los valores privados estuvo acompañado por una serie de cambios institucionales y político – económicos. En 1937 se creó la Comisión de Valores, que aportó gran solidez institucional al sistema bursátil. Su tarea consistía en asesorar sobre la pertinencia de nuevas colocaciones en el mercado. Así, se buscaba evitar emisiones excesivas que pudiesen deteriorar los valores de suscripción y negociación de los papeles ofertados, situación que se había registrado durante los meses previos a su creación. La Comisión de Valores dotó de gran respaldo (y organización) al mercado, lo que contribuyó a su crecimiento durante la década siguiente. Aprovechando el creciente interés en títulos públicos a partir de la creación de la Comisión de Valores y la mejora del sector externo, durante la primera mitad de los años 1940 se procedió a rescatar el grueso de los valores públicos en circulación por otros de menor cupón. En 1941 se rescataron títulos nacionales que rendían un cupón del 4 ½ y 5% por otros que pagaban un 4%, operatoria que fue replicada por el grueso de los gobiernos locales: en 1942 la municipalidad de Buenos Aires rescató sus títulos en circulación por otros de menor interés y en 1943 lo hizo la provincia de Buenos Aires (López & Rougier, 2012; Corso, 2015).

En este contexto de baja del rendimiento de los títulos públicos, niveles de liquidez en ascenso, industria en expansión y elevados niveles de rentabilidad, el ahorro comenzó a dirigirse a al mercado de valores privados, cada vez más ávido de recursos. En este punto se combinaron dos factores decisivos: la necesidad del sector industrial de nuevos capitales y

la capacidad económica de remunerarlos. Esto puede comprobarse en el gráfico IX, que presenta la evolución de precios y dividendos en efectivo durante el período.



Fuente: Elaboración propia en base a Memorias Anuales de la BCBA, Anuario estadístico de la BCBA (1955, 1956 y 1957) y Boletín semanal de la BCBA.

Los dividendos (absolutos) abonados por las empresas cotizantes en la BCBA fueron durante la segunda guerra mundial los más elevados del siglo XX, al menos hasta la década de 1990.⁴² En conjunto, las décadas de 1930 y de 1940 (hasta 1946) fueron muy buenas para las empresas, en que la distribución de ganancias se mantuvo en niveles bastante elevados y crecientes. El *yield* (dividendo sobre precio de cotización) abonado por las acciones entre 1939 y 1944 fue muy elevado en términos históricos, 7,21% anual. Este nivel fue superior a las elevadas marcas de la década de 1920, cuyo promedió fue del 6,9% anual (Nakamura & Zarazaga, 2001). Pero no sólo la tasa fue más elevada, sino que también lo fueron las cotizaciones, con lo que la distribución de ganancias, expresada en

⁴² Luego de 1961 la distribución de dividendos en efectivo virtualmente desaparece. Sólo reaparece con fuerzas la distribución de ganancias a partir de la década de 1990.

términos absolutos, también superó a la década de 1920. Con retornos en los valores públicos en baja, y los privados en alza, el ahorro no tardó en orientarse hacia estos últimos.

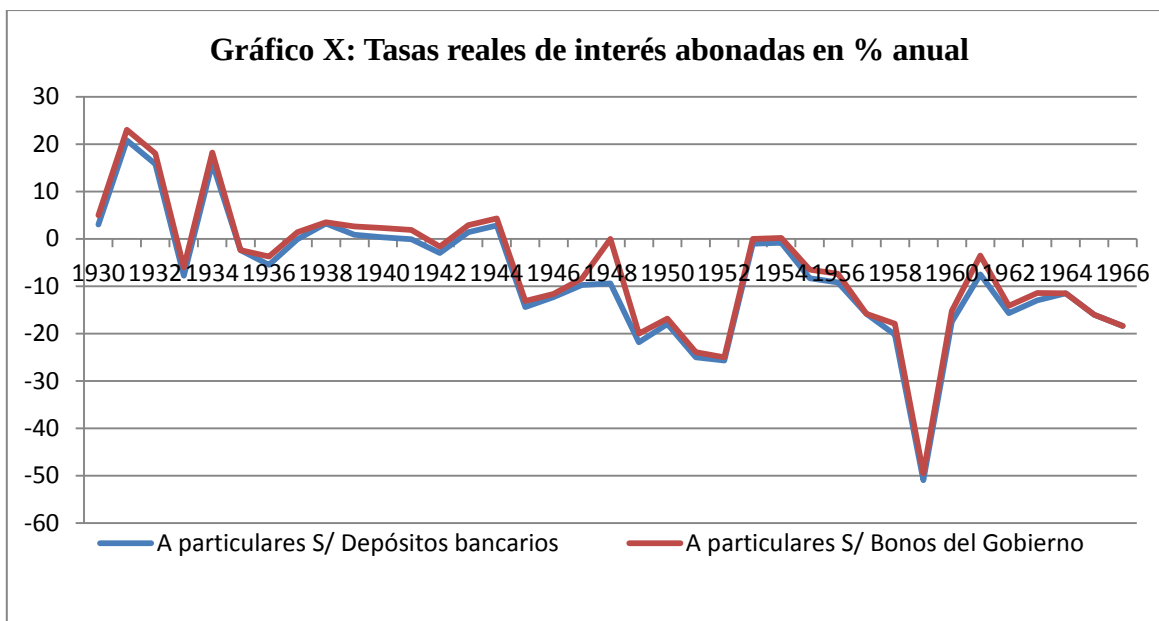
El boom peronista

Entre diciembre de 1945 y diciembre de 1948 los precios de las acciones incluidas en la muestra elaborada prácticamente se cuadruplicaron. Paralelamente, los volúmenes negociados alcanzaron niveles extraordinarios. Es probable que la capitalización bursátil hacia fines de 1948 hubiese alcanzado el 20% del PBI⁴³, mientras que el volumen negociado en acciones alcanzó el 12% del PBI, ratio muy superior al registrado por las operaciones en la Bolsa de Nueva York.⁴⁴ En gran medida esta extraordinaria expansión bursátil tuvo su origen en la reforma financiera de 1946.⁴⁵ El peronismo desarticuló por completo el mercado de títulos públicos: los títulos con cupón del 4 y 3 ½ % fueron canjeados por otros que rendían un 3%. Asimismo, la Cédula Hipotecaria Argentina fue rescatada y canjeada por bonos hipotecarios que pagaban un 2 ½%. En conjunto, estas medidas buscaban un fin explícito de disminuir la tasa de interés para favorecer el financiamiento industrial y el abaratamiento del crédito hipotecario, conjunto de medidas que fue completado con un rígido control de tasas en el sistema bancario y control de cambios. Este conjunto de políticas fue bastante eficaz en deprimir las tasas de interés, que en un contexto de inflación en alza se convirtieron en tasas reales fuertemente negativas, lo que se observa en el gráfico X.

⁴³ Los criterios de estimación de este indicador han sido señalados previamente en la cita 15.

⁴⁴ Estimaciones propias en base a: para Argentina, Memoria Anual de la BCBA y Boletín Estadístico del BCRA (Serie de PBI en valores corrientes a precios de mercado), para Estados Unidos, NYSE *Data overview*, disponible online en <https://www.nyse.com/data/transactions-statistics-data-library> y Bureau of Economic Analysis, NIPA, tabla 1.1.5, disponible on line en <https://apps.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid=19&step=2#reqid=19&step=2&isuri=1&1921=survey>.

⁴⁵ La reforma financiera de 1946 significó una transformación total en la operatoria del sistema bancario. Se nacionalizaron el BCRA y los depósitos, lo que permitió el manejo discrecional del crédito de parte del Estado. En la práctica, esto se plasmó en un gran aumento del crédito bancario, una gran expansión del dinero disponible y mayores niveles de liquidez en plaza. En el capítulo III de la tesis se brinda una descripción más detallada de la misma, y se analizan sus consecuencias a nivel económico en las empresas.



Fuente: Reutz (1991)

En la práctica, esta disminución de las tasas de interés real significó la desarticulación del mercado de títulos hipotecarios y públicos, provocando el desinterés de los inversores por estos instrumentos. El mercado de títulos públicos perdió su centralidad como fuente de financiamiento para el Estado, que pasó a fondearse mayoritariamente mediante la colocación de Bonos Previsionales en las recientemente creadas cajas jubilatarias (Arnaudo, 1957). En cuanto al financiamiento bancario, dentro del sector oficial este se dirigió casi exclusivamente al Instituto Argentino para la Promoción del Intercambio (IAPI), organismo que a través de créditos y subsidios redistribuía parte importante de estos recursos al sector privado.⁴⁶ El sector público dejó librada la escena de los mercados de capitales al sector privado, donde ya no competía con ellos. La virtual desaparición de los valores públicos y la cédula hipotecaria generó un redireccionamiento del ahorro hacia los valores privados, lo que repercutió favorablemente en los volúmenes operados, la emisión primaria y las cotizaciones.

⁴⁶ Una excepción en este sentido fueron las importantes partidas crediticias destinadas al IAPI a fin de financiar la nacionalización y re-equipamiento de empresas de servicios públicos. Para un análisis de la política monetaria y crediticia durante el Peronismo y la relación entre el IAPI y el sector privado, ver Barbagallo & Rougier (2017).

La reforma del sistema financiero de 1946 supuso profundos cambios en los patrones de intermediación. La nacionalización del Banco Central y de los depósitos (que fue seguida por una gran emisión primaria de dinero) colocó el manejo del crédito bancario directamente en manos del estado. El crédito al sector industrial creció radicalmente: el stock de préstamos otorgados pasó de representar un 12% del producto sectorial en 1945 a un 27% en 1948 (Altimir; Santamaría & Sourrouille, 1967a). La expansión del sector industrial durante esos años fue muy importante, lo que motivó grandes expectativas sobre el desempeño futuro. Esta euforia financiera tuvo su correlato en el ámbito bursátil. Los valores industriales cada vez generaban mayor interés, que a partir de 1947 fue fogueado desde el sector público a través de la creación del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM). Esta institución de carácter mixto, que nucleaba a capitales de bancos privados y al BCRA, tenía por objetivo fomentar el desarrollo del mercado de capitales. Su principal objetivo en este sentido, era garantizar la estabilidad de las cotizaciones protegiendo a los inversores de bruscas oscilaciones. También tuvo un rol muy importante suscribiendo parte importante de las emisiones ofrecidas y actuando como agente colocador. A pesar sus fines declarados, sólo en coyunturas muy específicas y de corto plazo el accionar del IMIM logro influir en la dinámica del mercado⁴⁷. No obstante el apoyo institucional que brindaba sirvió para reforzar las tendencias al alza y suavizar en menor medida las bajas. Durante 1947 y 1948 el IMIM actuó suscribiendo emisiones y acumulando una cartera de papeles, es decir, estimulando la demanda. Asimismo, brindó créditos a comitentes que realizaban operaciones a término. Aunque no fue el origen de la burbuja de 1948 - el análisis de su balance revela lo limitado de su accionar, para fines de 1948 su cartera de acciones no alcanzaba los 200 millones de pesos, sobre un mercado que había negociado arriba de los 5000 millones sólo durante ese año - sin duda contribuyó a acrecentarla. Durante 1947 y 1948 las operaciones a término crecieron notablemente, llegando a representar en enero de 1949 un 60% del total. El IMIM no sólo estaba al tanto de esta operatoria, sino que la estimulaba otorgando créditos con estos fines.⁴⁸

⁴⁷ Por ejemplo en los meses más críticos del crack de 1949 y durante septiembre de 1955, luego del golpe de Estado.

⁴⁸ Sobre el accionar del IMIM recomendamos los trabajos de Rougier (2010) y López & Rougier (2012).

El gran incremento en la operatoria bursátil conjugó expectativas desmesuradamente optimistas sobre la evolución económica con un esquema de represión financiera en el cual los valores privados se constituyeron en un vehículo privilegiado de inversión.⁴⁹ A esta dinámica se le sumó el juego especulativo avalado por las instituciones oficiales, que rápidamente devino en burbuja insostenible. Pero el movimiento bursátil no fue puramente especulativo, una gran inversión en capital fijo acompañó su desarrollo, al menos durante gran parte del proceso. El quiebre se hizo notar cuando el retorno esperado por esas inversiones no se materializó y la economía comenzó a mostrar los primeros signos recesivos hacia 1949. Paralelamente, los dividendos en efectivo cayeron entre 1945 y 1948.

Crisis y recuperación durante los años 1950

A partir de enero de 1949, punto cúlmine de la burbuja bursátil, las cotizaciones iniciaron un recorrido a la baja sin freno hasta 1952. Aunque el IMIM fue muy activo en los meses centrales de 1949, no fue capaz de detener la crisis bursátil. Su rol durante 1949 consistió en garantizar liquidez a los comitentes insolventes ante sus obligaciones a plazo y sostener los valores de los papeles a fin de evitar un colapso total de las cotizaciones (Rougier, 2010). Entre 1949 y 1952 la situación económica fue desfavorable, lo que impactó de lleno en las cotizaciones bursátiles. El gobierno aplicó medidas restrictivas que afectaron al crédito y la demanda y los agregados monetarios se deterioraron mientras la inflación se aceleró fuertemente. En este contexto, las ganancias de las empresas se redujeron notablemente. Según Alemann (1956:177): “... la Bolsa se desarrolla de acuerdo a la opinión que los compradores y vendedores de acciones tienen del futuro de una empresa (...) vale decir que si la liquidez de la economía aumenta, más dinero irá a la Bolsa y los precios subirán; si el dinero es en cambio escaso se venden acciones y los precios bajan.” En el marco de la crisis entre 1949 y 1952, ambas variables, ganancias y liquidez actuaron potenciando la baja. A partir de 1953 en cambio, la mejora en estas mismas variables comenzó a elevar el nivel de las cotizaciones. La mejora en la rentabilidad de las empresas y la distribución de dividendos permitió el repunte de la actividad bursátil. Los niveles de

⁴⁹ Por represión financiera nos referimos principalmente al conjunto de medidas de intervención sobre el mercado financiero con fin explícito de modificar los patrones de ahorro e inversión. Básicamente, nos referimos

inflación se redujeron notablemente, pasando de un promedio anual del 33% entre 1949 y 1952 a menos del 7% anual entre 1953 y 1955. Paralelamente, en 1953 se creó el sistema de Cuentas Especiales de Participación Mobiliaria bajo administración del IMIM, que permitía a pequeños ahorristas intervenir en el mercado de valores privados. A pesar de contar con escasos fondos, el mismo contribuyó a mejorar los volúmenes negociados. Adicionalmente, hacia fines de 1954, el IMIM retomó su actividad bursátil, que había sido discontinuada en 1952, y tuvo gran relevancia en los momentos posteriores al golpe de Estado de 1955, prácticamente duplicando su cartera de acciones durante el mes de septiembre.⁵⁰ Entre 1954 y 1955 la bolsa alcanzó niveles de actividad elevados, y numerosas empresas lograron buenas colocaciones de capital, siendo las más notorias Kaiser y Acindar. Pero esta mejora fue transitoria y rápidamente el entorno volvió a tornarse adverso. Entre los años 1956 y 1957 el contexto económico se debilitó nuevamente, aumentó la tasa de inflación, alcanzando casi el 25% en 1957, disminuyeron los niveles de liquidez en plaza y cayó el reparto de dividendos. A esta situación hay que sumarle la suspensión de cotización de algunos de los principales papeles, como Pesca, El Globo y Kaiser (López & Rougier, 2012). De este modo, el año 1957 terminó con un panorama complicado: inflación en alza, caída en todos los niveles de intermediación financiera, disminución de las cotizaciones bursátiles, caída en los volúmenes operados y contracción del crédito. Para completar el panorama, la desnacionalización de los depósitos y una política deliberadamente restrictiva del crédito comenzó a hacer mella en la situación económica - financiera de las empresas.⁵¹ Este proceso de crisis alcanzó tales dimensiones que dejó huellas materiales directas. Las publicaciones especializadas en el ámbito bursátil comenzaron a evidenciar diversos problemas, tanto en sus contenidos, como en su edición física. A partir de la devaluación de 1958 se discontinuó la publicación de la revista especializada Camoatí, se abandonó la publicación del Anuario Estadístico de la BCBA, y el Boletín semanal de la BCBA comenzó a editarse con ciertos problemas: atrasos en las

⁵⁰ La operatoria del IMIM y el funcionamiento del sistema de cuentas especiales de participación mobiliaria se encuentran descriptos en detalle en Rougier (2010) y López & Rougier (2012).

⁵¹ La reforma financiera de 1957 restauró la autarquía del BCRA y desnacionalizó los depósitos. Asimismo, puso fin a la práctica del redescuento bancario como instrumento de expansión crediticia. La idea detrás de estas políticas era poner límite a la expansión monetaria, juzgada como la causa del proceso inflacionario. Estas medidas, sumadas a regulaciones monetarias bastante restrictivas, llevaron a una pronunciada limitación en la capacidad prestable del sistema bancario.

publicaciones de resúmenes mensuales, desaparición de los resúmenes anuales y diversos tipos de erratas.

El boom desarrollista

El contexto en el que asumió Frondizi fue muy delicado en términos económicos y a nivel de la intermediación financiera la crisis fue mucho más marcada. Los agregados monetarios se deterioraron constantemente a lo largo del período, a medida que la moneda local se devaluaba y la inflación aumentaba. El sistema bancario redujo notablemente su financiación al conjunto de la economía, y mucho más al sector privado. Las reformas financieras de 1957 que implicaron el retorno al sistema de Banca Central vigente antes de 1946, tuvieron por fin limitar la el volumen y discrecionalidad del crédito. En la práctica, de 1957 en adelante, y durante toda la década de 1960, se llevó adelante una política crediticia muy restrictiva. En 1956, el stock de créditos bancarios sobre producto era superior al 28% mientras que en 1959 llegó a un mínimo cercano al 11% (Ferrerres, 2005). El saldo de préstamos bancarios sobre producto industrial pasó entre 1956 y 1963 del 28% al 18% (Altimir; Santamaría & Sourrouille, 1967a). Incluso más, el sistema bancario en su conjunto comenzó a financiar en mayor medida al sector público, lo que limitaba su capacidad de financiar al sector privado. Entre enero de 1958 y diciembre de 1966, el crédito al sector privado se expandió aproximadamente un 1100%, mientras que el crédito al sector privado lo hizo en un 700%.⁵² La limitación al sector privado fue doble, no sólo se reducía la capacidad prestable del sistema bancario en su conjunto, sino que el Estado presionaba para hacerse de estos limitados fondos. Con estas limitaciones, el sistema bancario fue incapaz de transformarse en un elemento activo del proyecto desarrollista y su trayectoria fue descendente durante todo el período.

El mercado de valores privados fue en cambio mucho más receptivo al proyecto desarrollista. A pesar de los indicios de debilitamiento a partir de la devaluación de 1958, el

⁵² Series consultadas en los Balances Consolidados de las Entidades Financieras – BCRA – Disponible *on line* en http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp

avance del proyecto desarrollista logró revertir momentáneamente la crisis del mercado de valores privados. El shock de inversiones y la euforia momentánea que despertó el desarrollismo en su cénit, entre 1959 y 1961, tuvo un correlato muy notorio en el mercado de valores privados. Este incremento en los niveles de inversión e intermediación a través de la BCBA sólo puede ser entendido como una euforia momentánea, vinculada más a las expectativas abiertas por el proyecto desarrollista, que a una situación económica próspera, como veremos más adelante. Lo que se verifica durante el período desarrollista, al igual que los años centrales de la década de 1940, es que en momentos de fuerte acumulación, es decir, de elevadas tasas de inversión, el mercado de valores tiende a incrementar sus niveles de intermediación, lo que se ve tanto en los niveles de las cotizaciones, como en el volumen negociado en los mercados primarios y secundarios. Y esto es lógico. Los ciclos de fuerte inversión plantean necesidades a los mercados de capitales, que en ausencia de un sistema bancario solvente, convierten al mercado de valores en una herramienta clave. Pero que la BCBA pudiese financiar estos requerimientos, a pesar del momento crítico que ya venía atravesando a partir de 1957, nos habla de las fuertes expectativas que manejaban los inversores y de los elevados niveles de ahorro que generaba la economía local.⁵³

Entre 1958 y 1961 las cotizaciones de los papeles privados en la BCBA superaron a los mejores años de la década de 1950, situándose por arriba de los elevados valores de 1954. Los niveles de negociación en el mercado secundario también se recuperaron, superando el 4% del PBI en 1960, inferior, pero no muy alejado de los niveles de la Bolsa de Nueva York.⁵⁴ Más sorprendentes son incluso los niveles de capitalización alcanzados: para 1961 las empresas cotizadas en la BCBA alcanzaron un valor bursátil equivalente al 20% del PBI, lo cual no deja de ser muy elevado incluso para niveles actuales (CEMLA, 1968a). Pero el dato clave a considerar son los niveles de emisión primarios, que para 1961

⁵³ Es probable que la emisión primaria de acciones en la BCBA también se haya beneficiado del flujo de capitales del extranjero. No obstante, las fuentes que disponemos no permiten cuantificar con claridad el origen de los fondos negociados en el mercado.

⁵⁴ Estimaciones propias en base a: para Argentina, Memoria Anual de la BCBA y Boletín Estadístico del BCRA (Serie de PBI en valores corrientes a precios de mercado), para Estados Unidos, NYSE *Data overview*, disponible online en <https://www.nyse.com/data/transactions-statistics-data-library> y *Bureau of Economic Analysis*, NIPA, tabla 1.1.5, disponible on line en <https://apps.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid=19&step=2#reqid=19&step=2&isuri=1&1921=survey>.

representaron el 1,43% del PBI.⁵⁵ Según observadores contemporáneos, “(...) esta cifra revela el importante papel que desempeña un mercado de valores, particularmente cuando en un país se adopta una política crediticia conducente al logro de la estabilización del signo monetario (...)” (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1963:198). En conjunto, todos los indicadores bursátiles evidencian niveles de intermediación muy importantes. Los analistas contemporáneos estuvieron tan sorprendidos por la rápida recuperación del mercado de valores, que llegaron a asumir que lo peor de la crisis había quedado atrás y se acercaban años mejores: “(...) merece destacarse el signo de recuperación que a partir de 1959 se advierte en la evolución cíclica del mercado, cuyo punto máximo se halla en 1960” (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1963:218).

A pesar del auge coyuntural, varios elementos permiten suponer que la expansión del mercado de valores durante el desarrollismo tuvo su principal fundamento en expectativas demasiado optimistas, más que en una modificación real de los fundamentos económicos de las empresas (a pesar de una clara mejoría durante 1960 y 1961). Una evidencia en este sentido es la evolución de los agregados monetarios y particularmente de los depósitos bancarios de poca movilidad. Ambos indicadores se derrumbaron a partir de 1958, al calor de la devaluación y el aumento de la inflación. La tasa real negativa percibida por los ahorristas por sus depósitos, y el deterioro del dinero en manos del público, provocaron una huida de estos instrumentos financieros. En un contexto de represión financiera, donde las tasas se encontraban bajo férreo control estatal, un mercado de títulos públicos inexistente y el acceso a los activos externos vedado, la inversión en valores privados industriales fue vista como una alternativa viable de inversión. Al fin y al cabo, se suponía que el desarrollo, si no en el presente, al menos en el largo plazo brindaría retornos económicos. La apuesta al mercado de valores privados durante el desarrollismo puede pensarse como el último eslabón dentro del proceso de sustitución de activos financieros denominados en moneda local. Durante los años 1940 se desarticulaban los mercados de títulos públicos y Cédulas Hipotecarias, lo que redirigió el ahorro hacia las acciones. Aunque ya estaban en leve deterioro, hasta la devaluación de 1958 el público seguía atesorando moneda local y depositando sus ahorros en los bancos. Luego de esta fecha, a la par que se abandonaban

⁵⁵ Estimaciones propias en base a CEMLA (1968a) y Boletín Estadístico BCRA.

los activos monetarios, el público redirigió el ahorro en mayor proporción hacia las acciones. Una vez más los valores privados volvieron a ser beneficiarios en este esquema de represión financiera. Probablemente el incremento en los valores de intermediación bursátiles sea la contracara del abandono del sistema bancario a partir de 1958. Este esquema de represión financiera y de redireccionamiento hacia los valores privados constituyó una decisión consciente y buscada de política económica: tanto la reforma de 1946, como las medidas implementadas a fines de los años 1950 e inicios de los años 1960, tenían por finalidad centralizar el ahorro en la inversión industrial.⁵⁶ Para un sector de intelectuales, políticos y empresarios, era preferible tolerar mayores niveles de inflación, aún a pesar de las consecuencias negativas que ello implica sobre el ahorro, y garantizar fuentes de financiación baratas para el sector industrial, que permitir un sistema de tasas libres, determinadas por el mercado, donde las empresas industriales tuviesen que competir por el crédito.⁵⁷ En este contexto, la prosperidad derivada del boom desarrollista fue efímera. Hacia fines de 1961, el deterioro económico ya condicionaba fuertemente a las empresas, lo que sumado al reavivamiento de las tensiones inflacionarias, no tardó en desencadenar una nueva crisis bursátil a partir de 1962. La crisis se hizo dueña permanente del escenario una vez que el proyecto desarrollista demostró no estar a la altura de las expectativas generadas.

La bolsa de valores en los años 1960

A partir de 1962 el deterioro en el mercado de valores privados continuó profundizándose casi ininterrumpidamente hasta 1975, donde alcanzó un piso. Una vez esfumadas las promesas desarrollistas la realidad se impuso y los niveles de intermediación, medidos en todos sus indicadores colapsaron. El crédito bancario alcanzó niveles mínimos durante

⁵⁶ Barbagallo & Rougier (2017) han analizado el impacto de la reforma financiera de 1946 y la política monetaria del Peronismo y han sugerido que la misma tuvo como fin directo sostener la capitalización del sector privado, durante los primeros años del sector industrial y luego de 1949, del sector rural.

⁵⁷ Sobre estos puntos recomendamos revisar los documentos de las Jornadas para Dirigentes de Bancos de 1965 y 1966, donde estos puntos de vista fueron expuestos con claridad. Monti (1971) recupera este argumento explícitamente, aceptando que el control de tasas significaba una expropiación de capital del ahorrista, pero sosteniendo que la misma es deseable si con ella se acelera el desarrollo industrial. En última instancia, el argumento esgrimido es que el mercado no es eficiente asignando recursos, y que a través del control de tasas y el crédito bancario el Estado puede re dirigir el capital hacia el desarrollo industrial.

1961. Los agregados monetarios retrocedieron fuertemente y el índice de precios de cotizaciones bursátiles retrocedió cerca del 80% en los cinco años de 1961 a 1966. Los niveles de negociación cayeron en picada y para mediados de la década sólo la intervención de las instituciones oficiales, el Banco Industrial y la Caja Nacional de Ahorro Postal, evitaba el colapso total (CEMLA, 1968a; Berardi, 1974; López & Rougier, 2012).

Este proceso de aguda crisis financiera llamó la atención de sus contemporáneos. A partir de mediados de los años 1960, la profundidad de la crisis motivó diversas explicaciones. Los documentos de las *Jornadas para Dirigentes de Bancos*, celebradas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en 1965 y 1966, ponen de manifiesto dos problemáticas: las elevadas tasas de inflación y el esquema de represión financiera que torna negativa la remuneración al ahorro. La crisis del sistema bancario fue explicada por el conjunto de sus contemporáneos como consecuencia de los elevados niveles de inflación y tasas reguladas de interés. El debate en torno a la suficiencia/insuficiencia del ahorro basculó principalmente en torno a estas variables. El trabajo de 1968, del CEMLA (1968a), *El Mercado de Capitales en la Argentina* reactualizó esta explicación: la crisis financiero tuvo su origen en las elevadas tasas de inflación fruto de la monetización del déficit fiscal. Posteriormente en 1970, Andres Noya, esgrimió argumentos similares. Todos los observadores contemporáneos reconocen a la inflación y al déficit fiscal como una de las principales causas de la desintermediación financiera. En 1974, Berardi volvió a señalar a la inflación y al déficit como causa del declive financiero. Estos trabajos también pusieron de manifiesto la marcada caída en el reparto de dividendos. Según Berardi, las empresas priorizaron el crédito bancario, pagando a sus acreedores lo mismo que le negaban a sus accionistas. Tanto el trabajo del CEMLA, como el de Berardi, ponen de manifiesto la gradual concentración del poder de decisión en asamblea en una fracción del capital cada vez más pequeña, merced a la cual, un pequeño grupo de accionistas habría despojado casi completamente de poder a una gran masa de accionistas mayoritarios. Aunque no lo plantean abiertamente, se supone que esta concentración del poder habría sido la herramienta que usaron grupos de socios privilegiados para impedir la distribución de dividendos al conjunto de los accionistas. Los trabajos también sostienen que el proceso de declive financiero fue acompañado por una fuerte sustitución de activos como vehículos del

ahorro. El mercado extrabancario, el consumo de bienes durables, la inversión en inmuebles y las colocaciones en activos externos crecieron fuertemente durante la década. Los Documentos del *Simposio Sistema Financiero Argentino* de 1972 también dan cuenta de esta misma problemática, y a nivel esquemático recuperan el mismo desarrollo argumentativo que trabajos los precedentes.

Sustitución de activos e inflación

Como hemos apuntado previamente, el fenómeno de retroceso financiero local puede pensarse como un re locación del ahorro, que abandona la moneda local y el ámbito bursátil y se dirige hacia otro tipo de activos. Corso (2015) ha estimado que para 1941, los activos financieros del sector privado no financiero representaban casi un 50% del PBI. Las principales tenencias las constituían las disponibilidades de efectivo y las colocaciones bancarias, seguidas por la cartera de títulos públicos y cédulas hipotecarias. Como se ha descripto anteriormente, durante el transcurso de la década de 1940, el ahorro se redireccionó de la renta fija al mercado de renta variable. La principal innovación del período, es la incorporación de los valores privados como reserva de valor. Mientras que en 1941 las acciones representaban un porcentaje mínimo en la cartera del sector privado no financiero, para 1961 las tenencias de acciones constituían 1/3 de la misma y representaban un 22% del PBI (Itzcovich, 1969b). A pesar de que los indicadores sugieren un pico en la actividad de intermediación hacia 1961, los primeros signos de fatiga ya estaban presentes al menos desde 1957 y con la crisis del desarrollismo no tardaron en manifestarse fuertemente.

Según Itzcovich (1969b), los niveles de intermediación financiera se redujeron muy fuertemente durante los años 1960. El análisis de la cartera del sector privado no financiero revela que sus activos financieros pasaron de representar un 127% del PBI en 1955, a un 91% en 1965. Aunque no tenemos estadísticas ciertas, es lógico pensar que el abandono de activos financieros en moneda local fue acompañado por un incremento del activo externo, especialmente teniendo en cuenta los elevados niveles de deterioro de la moneda local. Estas tendencias pueden comprobarse en la tabla VII incluida en los anexos del capítulo

Esta disminución en la cartera de activos financieros fue acompañada por una mutación en la composición de la cartera. Mientras que en 1955 las disponibilidades y depósitos de poca movilidad representaban el 70% de la cartera, en 1965 sólo constituían un 50% de la misma. Paralelamente, las colocaciones en el sistema financiero extrabancario crecieron fuertemente, pasando de representar un 14% de la cartera a más de un 27%. La participación de la inversión accionaria también ganó espacio dentro de la cartera, pasando de casi un 16% a casi un 23%. No obstante, la participación de las acciones ya estaba en fuerte retroceso desde 1961, luego de alcanzar una participación casi del 36% durante ese mismo año (Itzcovich, 1969b). La inflación y los fuertes retornos reales negativos que brindaban la mayoría de los activos financieros provocaron una huida en tropel de los mismos durante la década de 1960. La inversión en acciones implicó para el inversor entre diciembre de 1960 y diciembre de 1966 una pérdida real de casi un 24% anual. Las tasas de las colocaciones a plazo en el sistema bancario no ofrecieron mejor alternativa, y a partir de la devaluación de 1958 los inversores abandonaron masivamente las mismas.

Tabla IV: Tasa de interés real de los depósitos bancarios

1955	-8,30%	1961	-7,50%
1956	-9,20%	1962	-15,70%
1957	-15,80%	1963	-13,00%
1958	-20,20%	1964	-11,50%
1959	-50,90%	1965	-16,00%
1960	-17,50%	1966	-18,40%

Fuente: Reutz (1991)

En contraste, las tasas de retorno que ofrecían las instituciones financieras extrabancarias podían llegar al 3% mensual, lo que en términos reales implicaba un retorno positivo para el inversor. Por este motivo, las colocaciones en el sistema financiero extrabancario crecieron fuertemente (Noya, 1970). El mismo podía brindar tales retornos ya que no tenía sus tasas reguladas por el Banco Central y en cambio, las regulaba de acuerdo a las condiciones imperantes en el mercado. Estas instituciones jugaron un rol clave en la financiación del consumo de bienes durables, principalmente automóviles, y en la financiación de empresas con problemas de liquidez, sobre todo pequeñas y medianas,

incapaces de fondearse en el sistema bancario. Pero el crecimiento del sistema financiero extrabancario fue interrumpido por las regulaciones del BCRA implementadas en 1964. Al percatarse de que el mercado extrabancario estaba favoreciendo el alza de las tasas de interés y desplazando el ahorro del sistema bancario, el BCRA procedió a regular también sus tasas. Según la memoria del BCRA de 1964: "Los altos intereses que antes de esa disposición reconocían las entidades financieras para atraer recursos del público orientaron hacia ellas importantes corrientes de inversión, que provocaron, en pocos años, un crecimiento relativamente acelerado en comparación con otros intermediarios" (Banco Central, 1964:60). Como respuesta a las nuevas regulaciones, el mercado extrabancario dejó de expandirse, lo que se evidencia en la caída de su participación en la cartera del sector privado entre 1964 y 1965. Pero frente a las nuevas regulaciones, no tardó en surgir un nuevo mercado de dinero: el de letras y aceptaciones. Habida cuenta de que los intermediarios financieros no podían superar el escollo de las tasas máximas reguladas, idearon un artilugio para sortear las mismas. De 1965 en adelante, las instituciones extrabancarias actuaron conectando directamente ahorristas con empresas necesitadas de crédito, los cuales pactaban libremente las condiciones de operaciones. Este fue el origen del denominado mercado de "aceptaciones". El rol de las instituciones extrabancarias se limitó a conectar las partes y asesorar en la operación, dejando que los intervinientes acuerden las tasas. Para 1966, este mercado estaba pagando un interés nominal del 29% anual que aunque todavía menor a la inflación, era superior al 8% que rendían las cajas de ahorro y al 17% que pagaban las financieras extrabancarias (Noya, 1970).

A pesar de este proceso de desarrollo y transformación de instrumentos financieros, la intermediación en su conjunto se redujo fuertemente durante la década de 1960, lo que se ve reflejado en la disminución de la cartera financiera en relación al PBI. En contraste, los activos reales crecieron fuertemente porque al menos protegían al capital de la desvalorización de la moneda y hasta ofrecían una modesta renta. Los inmuebles, tanto rurales como urbanos, experimentaron un alza en sus valores y se convirtieron en reserva de valor. Esto es especialmente llamativo para el caso de los inmuebles urbanos, ya que como señala Corso (2015), antes de los años 1960 no constituían una alternativa de ahorro importante, siendo que los inmuebles urbanos se adquirían principalmente como vivienda.

Pero con la crisis del sistema financiero durante los años 1960, el sector inmobiliario se convirtió en una especie de *Shadow Banking*, que logró captar gran parte del ahorro local (Corso, 2015).

Al igual que la propiedad urbana, el valor de los campos también aumentó durante el período. Según estimaciones, “entre 1960 y 1973, se produce una valorización de las tierras que no puede ser explicada solamente por las mejoras en la productividad que lograron los productores agropecuarios, ni por la mejoría en términos de renta bruta” (Barugel, Marchetti & Villena, 2003:19). Es decir, subieron los precios de los campos sin que se eleve proporcionalmente la renta que ellos producen. Este fenómeno refleja una caída en la tasa de retorno esperada, la cual fue paralela a la caída de los retornos de los activos financieros. Así, la inversión en campos, al igual que la inversión en viviendas urbanas, captó gran parte del ahorro que anteriormente era canalizado por el sistema financiero, hecho que llevó a elevar sus precios. Que la re locación del ahorro en el sector inmobiliario reflejó una huida del sector financiero se constata también en la evolución posterior a la apertura financiera de 1977. Con la desregulación del sistema financiero a fines de la década de 1970, estos capitales que se dirigieron durante las décadas previas al sector inmobiliario, rápidamente se reorientaron hacia el sector financiero y externo. La construcción en la Ciudad de Buenos Aires, luego de dos décadas de expansión, cayó abruptamente, al igual que los valores de los campos. “En 1978 se produjo una fuerte depresión en los valores de las tierras, en parte debido a la desaparición entre los demandantes, de los compradores que hasta 1977 inflaron los precios del mercado inmobiliario (...). Esta depresión en los valores se dio a pesar de que la renta de la tierra en este período comenzó una leve curva ascendente” (Barugel, Marchetti & Villena, 2003:19). Es decir, a pesar de que los retornos mejoraron, el interés por estos activos disminuyó abruptamente.

Instituciones, inflación, rentabilidad y desintermediación financiera

Como fue señalado previamente, diversos trabajos han apuntado a la inflación como la causa de la desintermediación financiera y como el principal factor detrás del proceso de

sustitución de activos antes reseñado. Pero ¿Hay evidencia empírica para sostener esta hipótesis? La aceleración inflacionaria de 1949 a 1952 coincidió con la primera gran caída de las cotizaciones bursátiles, luego con la estabilización de los años 1953-1955 la actividad financiera se recuperó, y posteriormente la aceleración inflacionaria a partir de 1958 volvió a repercutir negativamente en la intermediación. En el largo plazo, la tendencia de los precios hacia la suba fue cada vez más fuerte, y evidentemente esto impactó en la composición de cartera del público, que fue abandonando sus tenencias de activos financieros denominados en moneda local, por activos externos y reales. Al tornarse los retornos financieros fuertemente negativos conforme se aceleraba la inversión, los ahorristas se fueron alejando de los mismos. Pero si aún los retornos no fuesen tan desalentadores, la inflación crónica y creciente como se manifestó durante el período introduce complicaciones adicionales. La incertidumbre que generan tasas de inflación altas tiene como correlato criterios de inversión más cautos: aumenta la aversión al riesgo, disminuyen los plazos de las colocaciones y aumenta la tasa de descuento exigida por los inversores. Estos elementos afectan negativamente la conformación de un mercado de capitales profundo y de largo plazo, pues el ahorro tiende a esquivar el riesgo. Streb (1998) y Corso (2015) han señalado que la exacerbación inflacionaria lleva a la ruptura generalizada de los contratos dentro de la sociedad, instaurando un régimen de inseguridad jurídica donde el inversor no tiene la menor expectativa de que el valor del signo monetario sea respetado. Consecuentemente, la inflación no sólo destruye el valor de la moneda, sino también la confianza en el sistema financiero.

Expuesto el problema así, la inflación parece explicar satisfactoriamente el origen de la desintermediación en la Argentina. No obstante, a pesar de que es evidente que la incertidumbre que genera puede implicar en mayores tasas de descuento exigidas por los inversores, y menores volúmenes de capital invertidos, esto no se traduce necesariamente en la desarticulación generalizada de los mercados financieros. El caso de Brasil durante la década de 1960 sirve para ilustrar esta cuestión. Mientras que en la Argentina los precios de bienes y servicios se elevaban fuertemente, en Brasil también lo hacían. Entre 1955 y 1970 la media geométrica de aumento de precios al consumidor fue del 36,2% anual para el país vecino, y del 26,7% para el caso local. Para el período 1960 – 1970, estos valores fueron

del 43,8% y del 21,2%⁵⁸. Pero, a diferencia de lo que sucedía en el escenario local, los niveles de intermediación financiera no solo se mantenían estables, sino que crecían moderadamente. Las cotizaciones bursátiles en Brasil se mantuvieron estables durante los años 1960, con una marcada caída en los años centrales de la misma y con un importante incremento hacia fines de la década e inicios de la siguiente. Pero incluso a pesar de la caída en las cotizaciones entre 1964 y 1967, como se observa en la tabla V, el retorno total que obtuvieron los inversores fue positivo para esos años ya que las empresas abonaron elevados dividendos en efectivo. Para 1966, las veinte principales acciones que cotizaban en San Pablo y Río de Janeiro habían pagado un dividendo en promedio del 7,7% sobre su valor de cotización (CEMLA, 1968b). En cambio, las 25 acciones principales cotizadas en Buenos Aires abonaron en efectivo durante el mismo ejercicio un 0,67% de su valor de cotización. Y Brasil no sólo sufría tasas de inflación mucho mayores a las locales, sino que experimentaba inseguridad jurídica e institucional. De ninguna manera Brasil representaba para los inversores mayor claridad que la Argentina respecto al futuro de sus colocaciones, sin embargo estas crecían.

Más a favor del mercado Brasileiro, luego de 1966 las cotizaciones se recuperaron fuertemente (remitimos al gráfico V) y para 1970 ya se habían más que duplicado, con lo que el retorno total entre 1953 y 1970 fue bastante satisfactorio. La diferencia entre el caso de Brasil y el local radica no en la tasa de inflación ni de descuento exigida por los inversores, al fin y al cabo es verosímil suponer que esta hubiese sido mayor en Brasil, sino en la posibilidad de los activos financieros de generar flujos de fondos estables hacia los inversores, lo que depende en última instancia de la capacidad real de pago de las unidades económicas que se fondearon en el sistema financiero, que son mayoritariamente empresas y Estado. Nada evita que cualquier agente, a pesar del contexto inflacionario, abone dividendos e incremente su patrimonio en tasas superiores al deterioro de la moneda. De hecho, esto sucedió en Brasil, por lo que su sistema financiero creció, mientras que en la Argentina, se dio lo contrario. La diferencia, a nivel conceptual, es que la economía

⁵⁸ Para el caso brasileiro, el índice de precios al consumidor fue consultado en Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (1990) y para el caso local en Ferreres (2005).

Tabla V: Evolución de 100 Cruzeiros invertidos en diversas acciones Brasileñas a fin de 1953*

	1954	1956	1958	1960	1962	1964	1966 (Junio)
Kibon	116	103	122	121	164	308	272
Mesbla	124	104	95	80	225	98	52
Alpargatas	92	55	81	110	125	57	39
Belgo Mineira	97	188	167	291	569	108	27
Souza Cruz	111	149	229	449	1333	481	489
Arno	114	83	98	70	60	53	52
Lojas Americanas	100	60	86	110	238	96	135
Brahma - pref.	116	114	134	132	391	186	169
Vale do Río Doce	67	235	305	1640	6692	1352	2342
Willys		100	103	65	91	45	51
Promedio general	104,11	119,10	142,00	306,80	988,80	278,40	362,80
Promedio sin Vale	108,75	106,22	123,89	158,67	355,11	159,11	142,89

Fuente: CEMLA (1968b)

brasileña manejaba un sistema de contratos indexados, mientras que la local no. Pero que los contratos estén indexados o no depende de la capacidad económica de ajustar los mismos, no del simple deseo de las partes. En la Argentina, los instrumentos financieros indexados también tuvieron un importante éxito entre el público, pero su utilización fue menos extendida que en Brasil. El Bono YPF de 1957 suscitó importante adhesión entre los inversores y brindó importantes retornos reales positivos. Pagaba una tasa fija del 6% más un adicional acorde a los volúmenes de producción de petróleo y ajustaba su capital en función de los salarios pagados por la empresa. Otra emisión ampliamente aceptada por los inversores fueron los bonos del empréstito “9 de Julio” de 1962 (aunque fue de colocación

forzosa, luego logró aceptación en el mercado secundario), que pagaba un cupón del 7% y ajustaba su capital a la cotización del Argentino de oro.⁵⁹ El éxito de estos instrumentos revela que la verdadera causa del abandono de los activos financieros no fue la inflación, sino los bajos niveles de remuneraciones que el sistema financiero estaba dispuesto o podía pagar a sus inversores. Basta volver al gráfico IX para comprobar la estrecha relación entre el volumen de los dividendos abonados y el índice de precios de acciones. Mientras los dividendos fueron elevados y crecientes, cantidades ascendentes de fondos se dirigieron al mercado, impulsando sus cotizaciones. Cuando la distribución de ganancias comenzó a descender, disminuyeron las operaciones en el mercado y las cotizaciones.

Reflexiones finales

En este punto de la investigación ya contamos con material suficiente para pensar que existe una relación bastante clara entre la trayectoria descendente de los dividendos abonados y el descenso de la actividad bursátil. También presentamos evidencia que sugiere que la trayectoria de los dividendos acompaña en cierta medida la evolución de los resultados económicos de las empresas. Es lógico pensar, que si cae el reparto de ganancias, éstas deben estar cayendo también, más cuanto las cotizaciones caen sostenidamente. No obstante, no podemos ignorar, tal como se presentó en el estado de la cuestión del trabajo, que no existe una opinión saldada sobre este punto y que continúa siendo objeto de debate. Aunque hay trabajos y evidencia que apuntan a un fuerte deterioro de la rentabilidad del sector privado luego de 1950, hay otros tantos que señalan una mejoría. Esta situación se complejiza aún más si recordamos que los años de mayor caída en los mercados financieros son también los de mayor crecimiento económico entre 1964 y 1974. Planteado así el problema resulta difícil conciliar la evidencia. Por este motivo, lo que sigue del trabajo estará dedicado a intentar resolver este problema, estudiando la rentabilidad del sector privado en el largo plazo y poniendo estos hallazgos en relación con la trayectoria particular de cada empresa en el ámbito bursátil.

⁵⁹ Sobre estos instrumentos financieros pueden consultarse CEMLA (1968a) y Berardi (1974).

Anexos

Tabla VI: canastas de papeles utilizadas en la construcción del índice bursátil

Canasta I 31/12/1935 al 31/12/1946	Años que cubre el papel
Astra	1935/1946
Argentina de Navegación Dodero	1943/1946
Dest. Bod. Y Viñedos El Globo	1935/1946
Argentina de Pesca	1935/1946
Alpargatas	1935/1946
Sansinena	1935/1946
Campos y Quebrachales Pto. Sastre	1935/1946
Gral. Fabril Financiera	1935/1946
Celulosa	1938/1946
Sol	1935/1946
Palmas del Chaco Austral	1935/1946

Canasta II 31/12/1946 al 31/12/1956	Años que cubre el papel
Acindar	1949/1956
Alpargatas	1947/1956
Astra	1947/1956
Campos y Quebrachales Pto. Sastre	1947/1956
Celulosa	1947/1956
Gral. Fabril Financiera	1947/1956
La Negra	1947/1956
Papelera Argentina	1947/1956
Pesca	1947/1955
Piccardo	1947/1956
Puerto San Nicolas	1947/1956
Siam	1947/1955

Canasta III 31/12/1956 al 31/12/1966	Años que cubre el papel
Acindar	1957/1966
Alpargatas	1957/1966
Astra	1957/1966
Campomar	1961/1966
Celulosa	1957/1966
El Globo	1958/1966
Gral. Fabril Financiera	1957/1966
Hurlingham Fca. Vidrios y Opalinas	1961/1966
Imp. Y Exp. De la Patagonia	1957/1966
Ing. Y Ref. S.M. Tabacal	1958/1966
Kaiser	1957/1966
Ledesma	1957/1966
Magnasco	1957/1966
Molinos Río de la Plata	1957/1966
Papelera Argentina	1957/1965
Protto	1957/1966
RYCSA	1957/1964
Salvo	1957/1966
San Pablo	1958/1966
Sta. Rosa	1957/1966

Tabla VII: Activos financieros del sector privado no financiero

	1955	1956	1957	1958	1959	1960
Activos financieros del sector empresas						
Privadas en \$ corrientes	84558,1	102238,1	138556,8	203960,5	342049,9	484193,7
Sobre PBI en %	57,63	56,58	60,13	63,50	56,06	61,28
Activos financieros del sector hogares en \$ corrientes	103044,1	117916,6	137854,9	177248,6	265395,9	392749,3
Sobre PBI en %	70,23	65,26	59,82	55,19	43,50	49,71
Total Activos financieros sector privado no financiero en \$ corrientes	187602,2	220154,7	276411,7	381209,1	607445,8	876943
Sobre PBI en %	127,86	121,85	119,95	118,69	99,57	111

	1961	1962	1963	1964	1965
Activos financieros del sector empresas					
Privadas en \$ corrientes	658893,7	835716,8	1016905,7	1351599,1	1797796,2
Sobre PBI en %	70,69	74,30	58,64	57,19	55,20
Activos financieros del sector hogares en \$ corrientes	532220,6	626743,5	797183,8	970007,5	1182138,7
Sobre PBI en %	57,10	55,72	45,97	41,04	36,29
Total Activos financieros sector privado no financiero	1191114,3	1462460,3	1814089,5	2321606,6	2979934,9
Sobre PBI en %	127,80	130,03	104,61	98,23	91,49

Fuente: Itzcovich (1969b)

Capítulo III: Una empresa durante el auge del mercado, Alpargatas (1921-1950)

Introducción

En el estado de la cuestión y el capítulo I del trabajo hemos dado cuenta de la existencia de un mercado bursátil dinámico entre las décadas de 1930 y fines de 1940. Asimismo, hemos sugerido que esta dinámica expansiva de los mercados, particularmente el bursátil, estuvo vinculada con una mejora generalizada de la situación de las empresas, al menos manufactureras, entre las décadas de 1930 y 1940. En este capítulo profundizaremos la investigación del problema a partir del estudio de caso de la empresa Alpargatas entre 1921 y 1950. Se buscará indagar en la trayectoria de la compañía a partir de sus principales indicadores económicos y financieros. Este enfoque permitirá evaluar con mayor profundidad las novedades introducidas por la transformación estructural de la economía en torno a la década de 1930, momento en que gana dinamismo el sector industrial, así como el impacto del II Guerra Mundial y las políticas económicas del Peronismo (1946-1955). El corte cronológico realizado busca captar esta transformación, analizando el desempeño de la empresa inicialmente en un contexto de librecambio, y luego en uno de industrialización sustitutiva. Asimismo, permitirá dar cuenta de la estrecha relación entre los resultados económicos de la compañía y su trayectoria en el ámbito bursátil. Para ello, se utilizarán los indicadores de Rentabilidad sobre Patrimonio Neto, Dividendos, Retorno Total al Inversor, Cotizaciones Bursátiles y Ratio Q.⁶⁰ Cuando la información disponible lo permita, se realizarán comparaciones de estos índices con los agregados a nivel de sector y nacional, e incluso con otras experiencias de la región. El estudio partirá del análisis de documentación propia de la empresa, utilizando sus estados contables y memorias anuales publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Los datos referidos a retornos al inversor y cotizaciones bursátiles también serán obtenidos de la misma fuente.

El caso de Alpargatas S.A. fue analizado en el largo plazo por Juan Carlos Gutiérrez & Juan

⁶⁰ La Ratio Q es el cociente entre el valor de mercado (bursátil) de una empresa y el valor real (o de reposición de sus activos). Una ratio Q entre 0 y 1 significaría que el coste de reemplazo es mayor que el valor de mercado y por tanto la acción estaría infravalorada. Por el contrario, un ratio por encima de 1 significa que la empresa está sobrevaluada.

Carlos Korol (1988). Estos analizaron el patrimonio y las utilidades, así como la evolución del capital, desde la fundación de la empresa en 1884 hasta 1940. Los autores han señalado la importante tasa de crecimiento de la empresa a lo largo de todo el período, aunque destacan una marcada aceleración entre 1926 y 1940. De este modo, el trabajo de Gutiérrez & Korol logra verificar a nivel de empresa, lo que a nivel sectorial había sido planteado por estudios previos, es decir, la aceleración del crecimiento del sector textil durante la década de 1930.⁶¹ No obstante, a pesar de este aporte, el recorte temporal de dicho trabajo deja de lado períodos posteriores, probablemente más importantes en el desarrollo del sector textil. Durante la Segunda Guerra Mundial y los primeros años del Peronismo los niveles de crecimiento de Alpargatas fueron muy superiores a los ya elevados de la década de 1930. Aunque se logra comprobar la importante dinámica expansiva entre 1926 y 1940 señalada anteriormente, este trabajo aporta indicadores que sugieren que la performance económico – financiera de Alpargatas mejoró especialmente entre los años 1940 y 1950.

Otro aspecto a señalar del análisis de Gutiérrez & Korol es que parte de enfoques tradicionales sobre la conducta y estrategias de financiación del empresariado local. Por ello, asume que la empresa no fue capaz de recurrir a fuentes externas de financiación, por lo cual su expansión se basó principalmente en la reinversión de utilidades. Esta dinámica estaría dando cuenta de un ambiente empresario poco desarrollado, suponiendo la inexistencia de mercados, instituciones e individuos dispuestos a participar de la financiación de la expansión industrial, características también observadas por Pineda (2007). Si bien esto puede ser cierto para el funcionamiento bancario, especialmente para la década de 1930, los estudios de Chu (1972) y Nakamura & Sarazaga (2001) han puesto de relieve la existencia de mecanismos de financiación a través del mercado de valores mucho más desarrollados de lo tradicionalmente asumido. Más adelante se comprobará que Alpargatas, lejos de financiarse a través de la reinversión de utilidades retenidas, fue un agente de primer orden de este entramado institucional – financiero descripto, logrando captar importantes recursos a través de la emisión de acciones.

⁶¹ Sobre los estudios previos ver Elías (1969) y Petrecolla (1970). Para un panorama general de la economía argentina en el período ver Ferrer (1988) o Díaz Alejandro (1971).

Respecto a la performance de la empresa en el ámbito bursátil, hemos podido comprobar una trayectoria francamente ascendente, que se expresó en importantes retornos a los inversores. El alza de los precios de las acciones de Alpargatas, pareció seguir la trayectoria alcista de los dividendos, que durante los años 1940 fueron los más elevados en las seis décadas entre 1920 y 1970. Asimismo, esta alza en la distribución de ganancias puede relacionarse con una mejora sostenida en los niveles de rentabilidad de la empresa, que en el contexto de la segunda guerra mundial se situaron en niveles muy elevados.

La industria textil en Argentina y Latinoamérica

La historiografía económica ha señalado oportunamente el atraso relativo en el desarrollo de la industria textil local. La expansión local no comienza con fuerza hasta las décadas de 1920 y 1930, lo que contrasta con fuerza con los inicios de la industria textil en México, cuyos inicios pueden remontarse a la década de 1830 o la brasileña, que se expande con fuerza después de la II Guerra Mundial. No obstante, el crecimiento del sector textil en la Argentina no ha seguido una trayectoria lineal, sino que pueden encontrarse ciertos puntos de quiebre importantes. Un primer momento de desarrollo en la industria textil puede rastrearse en torno a la crisis lanera entre 1866 y 1873. En un contexto de dificultad para colocar la producción local de lanas y precios deprimidos en el mercado mundial, el sector terrateniente de Buenos Aires comenzó a evaluar la idea de industrializar localmente el producto para sustituir importaciones. Para 1873 este emprendimiento se plasmó en una compañía que contaba con 19 telares y hasta hilandería propia. No obstante, el emprendimiento industrial fracasó. Otros emprendimientos en el interior correrían la misma suerte (Belini, 2008; 2010).

Aunque esta iniciativa industrial no tuvo suerte, el breve período proteccionista a inicios de la década de 1870 tuvo una importancia mayor de cara al desarrollo textil posterior. Durante esos años, se consolidó a grandes rasgos la estructura de tarifas aduaneras que regularía el comercio de textiles hasta la crisis de 1930. El sector de tejeduría y confección fue favorecido por la instauración de tarifas elevadas, mientras que el sector de hilandería gozó de niveles de protección bastante inferiores. Esto condicionó profundamente el

desarrollo futuro del sector textil. Con el crecimiento económico de las décadas de 1880 y 1890 se instalaron en Buenos Aires algunas hilanderías y tejedurías, principalmente vinculadas con la industrialización de la lana, materia prima disponible en buenas condiciones en el mercado local (a diferencia del algodón, que recién se comenzó a desarrollarse en la década de 1920 y en variedades de baja calidad). Los casos más notorios fueron los de Prat en la década de 1880 y Barolo tiempo más tarde. A pesar de estos avances, la industrialización del algodón poco había avanzado y el desarrollo textil en el periodo pre guerra quedó confinado especialmente al sector lanero. Ejemplo paradigmático de esta dinámica es el destino de la firma Hilanderías Argentinas de Algodón, establecida en 1906 por grandes capitales, y liquidada en 1912 luego de fuertes quebrantos. Durante el período previo a la primera guerra mundial la industria textil en su conjunto había alcanzó un escaso desarrollo. El censo industrial de 1914 revela que el sector textil representaba sólo el 10% de los capitales invertidos en la industria manufacturera, y producía 1/7 del valor agregado por el sector manufacturero (Belini, 2017). En contraposición, la industria textil brasileña producía ¼ del valor agregado del sector manufacturero para 1920 (Haber, 1992).

Para 1923, aunque la Argentina contaba con algunas tejedurías de algodón y un cierto desarrollo en el sector lanero, el país era un gran importador de productos textiles. La producción local lejos se encontraba de satisfacer la demanda. Alrededor del 73% de los textiles consumidos provenían del extranjero (Belini, 2017). Esta situación contrastaba fuertemente con la de Brasil y México, importantes productores de textiles, aunque tenía muchas similitudes con la situación del mercado uruguayo. La configuración del mercado textil nacional había convertido a la Argentina en uno de los principales mercados de exportación de hilados y telas británicas de algodón, especialmente aquellas de mayor calidad. La sustitución de estas importaciones, aunque había comenzado ya durante el período de la Primera Guerra, apenas si llegaba a abastecer el mercado local (Belini, 2017).

Los años de la guerra dieron cierto impulso y protección a los textiles laneros y tejedurías de punto, aunque la hilandería de algodón gozó de menor suerte. Los estímulos económicos no eran suficientes para encarar tal producción, más aún en un contexto donde la fuente de

materia prima era escasa. En 1918 existían sólo dos hilanderías de algodón en la Argentina. No obstante, es durante estos años donde comienzan a madurar ciertos proyectos para desarrollar la industria algodonera en la Argentina. Durante las décadas previas un conjunto de empresas industriales consolidaron su posición en el mercado interno y acumularon importantes sumas de capital. Los casos más importantes a los que nos referimos son la Compañía General de Fósforos y la Fábrica Argentina de Alpargatas. Ambas empresas utilizaban hilados de algodón como materia prima y sufrieron dificultades en su provisión durante la Gran Guerra. Para solucionar estos inconvenientes, dichas compañías establecieron sus proyectos para desarrollar hilanderías de algodón. De este modo, la producción de hilados de algodón fue encarada como un negocio complementario a la producción principal de las empresas, que no sólo garantizaba la provisión de la materia prima, sino que ofrecía la posibilidad de incursionar en nuevo negocio diversificando los rubros de inversión, además de integrar verticalmente los negocios (Gutierrez & Korol, 1988; Belini, 2010).

La Compañía General de Fósforos fue pionera en el desarrollo de la industria textil algodonera: montó plantas desmotadoras en Chaco y una planta de hilado en la ciudad de Bernal. Rápidamente logró autoabastecerse y comenzó a proveer a tejedurías externas, entre las cuales se hallaba la Algodonera Flandría. Para encarar más profesionalmente el negocio, la empresa decidió crear una división nueva con el fin exclusivo de manejar el negocio textil, que claramente difería con el negocio principal que seguía siendo la fabricación de fósforos (Belini, 2010).

Otro caso similar es el de la Fábrica Argentina de Alpargatas, que decidió también encarar la industrialización del algodón, instalando una hilandería en el año 1921. Con esta política, la empresa no sólo buscaba asegurar la fuente de materia prima, sino que procuraba una diversificación e integración de sus negocios. Adicionalmente, en el año 1928 instaló una hilandería de yute, cuyos ensayos que ya venían en marcha desde hacía más de una década. Para fines de la década de 1920 la empresa se encontraba bastante diversificada, y abarcaba varios rubros dentro del ramo. Aunque su negocio principal lo seguían constituyendo las alpargatas, la compañía también producía manufacturas de lonas y lonetas, calzado de

cuero y lona, zapatillas, brines, repasadores, hilos de yute y cáñamo, estopas de algodón y poseía una tintorería propia. Ante esta gran expansión, la empresa decidió en 1930 ampliar la sección de tejeduría, incorporando 30 telares Northtrop y construyendo nuevos edificios a tales fines (Gutiérrez & Korol, 1988).

No obstante, a pesar de estos avances, la industria del algodón permaneció bastante limitada en los años 1920, y la industria textil en general enfrentó diversos obstáculos. La industrialización del algodón demostró ser un negocio dificultoso por fuera de las estructuras de estos grandes capitales consolidados. Incluso en el seno de estas grandes empresas, el hilado siempre fue un negocio secundario, muy vinculado con el aseguramiento de la materia prima ante posibles fallas en la oferta de importaciones. En los años 1920, la industria textil debió enfrentar varias dificultades limitaron su expansión. En primer lugar, la tarifa. El alza de los precios hacia fines de la Primera Guerra había generado tal brecha entre los valores de aforos de los productos y los de mercado, que la tarifa efectiva sobre algunos textiles resultaba irrisoria. Esto impactó con especial fuerza sobre los hilados, que pagaban una tarifa más baja que los tejidos. Peor aún fue la situación para los hilados teñidos, de mayor valor en el mercado. Para 1923, el aforo del hilado de color era de 5 centavos oro, mientras que el precio CIF⁶² era de 4,3 pesos oro por Kg. La tarifa efectiva que pagaba la importación de este producto era virtualmente inexistente, apenas rozaba el 2%. Pero al problema de la tarifa se sumaba la apreciación cambiaria. Con la recuperación de las exportaciones, entre 1923 y 1927 el peso se apreció fuertemente en relación al oro, lo que tornó más baratas las importaciones (Belini, 2008; 2010; 2017). Un fenómeno similar afectó al desarrollo de la industria textil en Uruguay, cuyo tipo de cambio se apreció marcadamente durante el período (Camou & Maubrigades, 2009). Para complejizar aún más en panorama, el mercado mundial vivió una situación de sobreproducción de textiles hacia 1927 y 1928. Los productores europeos buscaban colocar su producción en el mercado mundial, y en gran medida en el latinoamericano, con lo que la plaza se vio concurrida de gran cantidad de productos importados, lo que contribuyó a deprimir los precios. En este contexto, el desarrollo del sector textil en la Argentina se vio obstaculizado, situación que se agravó especialmente luego de la modificación de los aforos

⁶² El costo CIF incluye el valor de la mercancía, seguro y flete.

aduaneros de 1924, que redujo aún más las tasas para ciertos productos textiles.

Dinámicas similares a las descritas pueden verificarse para los principales productores textiles latinoamericanos. La recuperación de las exportaciones en Brasil que motivó el fortalecimiento del real en la segunda mitad de la década de 1920, impactó negativamente en la actividad textil, reduciendo, al igual que en la Argentina y Uruguay, la tasa efectiva de protección, situación que se agravó con la crisis textil mundial a partir de 1927 y 1928. En este contexto, en 1929 se aplicó una importante alza en las tarifas aduaneras para todos los productos textiles (Haber, 1992). Pero no debe sobre estimarse la protección derivada de la tarifa aduanera. Comparativamente, fue de mayor importancia el efecto devaluatorio posterior a 1930, fenómeno generalizado en todos los países de la región. Una situación similar se dio en México. Hasta 1927 la protección aduanera del sector textil fue bastante baja. Pero esto se modificó en el marco de la crisis textil mundial, y particularmente luego de la Convención Industrial Obrera de la industria textil celebrada ese mismo año, donde se definieron férreas reglamentaciones laborales y productivas. La rigidez en la productividad en la industria textil mexicana llevó a la instrumentación de mayores aranceles aduaneros, que se introdujeron progresivamente entre 1927 y 1933. Al igual que en el resto de los países, la protección del mercado interno continuó profundizándose luego de 1930 primero por la devaluación de la moneda y luego por los efectos de la guerra (Gómez - Galvarriato, 2007).

A diferencia de lo ocurrido en Brasil, donde los precios y la rentabilidad se derrumbaron, o en México, donde los efectos de la revolución impactaron negativamente sobre la productividad y costos de la industria, en la Argentina se dio un contexto favorable para el desarrollo textil durante la década de 1930. Los principales cambios que beneficiaron a la industria fueron la devaluación de la moneda y el incremento de las tarifas aduaneras, que vinieron a revertir las condiciones adversas de la década previa. Adicionalmente, el tipo de cambio diferencial permitió la importación de equipos y maquinarias, muy por debajo del cambio vigente para la importación de artículos textiles. De este modo, se garantizó el acceso a bienes de capital económicos. Como señala Newland (2017), estas transformaciones implicaron una modificación estructural en los precios relativos. Subieron

bastante los precios de los productos industriales, y el resto permanecieron estancados e incluso bajaron, como los agrícolas. Esto significó una situación positiva para el sector industrial, que pudo colocar sus productos sin dificultad en el mercado interno. Aunque el volumen total del mercado se retrajo los primeros años por efecto de la crisis, la progresiva sustitución de importaciones le permitió al sector expandir su producción a lo largo de la década. Estas modificaciones en el contexto en que operaba la industria textil dispararon los niveles de rentabilidad del sector. Esto ya había sido señalado por Petrecolla (1970): ante estímulos positivos en función de la rentabilidad, la producción e inversión en el sector creció fuertemente. La industria Uruguaya sigue en cierto sentido este patrón de desarrollo (Camou & Maubrigades, 2009), aunque la rentabilidad en la industria Brasileña (Haber, 1992) y Mexicana (Gómez - Galvarriato, 2007), por las particularidades antes mencionadas se vio fuertemente retraída, lo que impactó negativamente sobre las inversiones del sector. El mercado Brasileño, a pesar de la protección de la tarifa y la devaluación se vio muy afectado por la crisis económica, con lo que la industria no logró colocar su producción satisfactoriamente. En México en cambio, el problema pasó más bien por el estancamiento de la productividad y el alza de los costos laborales, que impactó negativamente en la rentabilidad. Algo que no deja de llamar la atención en este patrón de desarrollo regional es que, la Argentina, a pesar de no contar con mano de obra barata, como sí lo hicieron México hasta 1927 y Brasil, presentó los mayores niveles de crecimiento (especialmente teniendo en cuenta el capital instalado) de Latinoamérica entre 1930 y 1950.

Varios trabajos confirman la mejora referida del sector manufacturero en la Argentina luego de 1930. Iñigo Carrera (2007) y Newland (2017) señalan el fuerte aumento en la rentabilidad del sector industrial una vez pasados los peores años de la crisis. Arnaudo (1975) muestra que la rentabilidad del sector industrial “maduro” se situó durante los años de la Segunda Guerra en niveles elevados, mientras que Petrecolla (1970) plantea un escenario similar para el sector textil. Esta trayectoria no podría ser más divergente con la de Brasil. Haber (1992) estima que la rentabilidad del sector textil se derrumbó durante la década de 1930, siendo negativa durante varios años para el grueso de las empresas estudiadas. Estas trayectorias fueron replicadas a nivel bursátil: mientras que las cotizaciones de las empresas brasileras cayeron bruscamente, en un mercado de escasa

profundidad, en el mercado argentino las cotizaciones siguieron una trayectoria ascendente, con niveles de transacciones y emisiones continuamente en alza entre 1935 y 1948.

Esta performance financiera del mercado local parece haber ido en sintonía con la evolución del sector industrial en su conjunto, lo que ha sido destacado por Alemann (1956) y Chu (1972). Lo que es más llamativo aún, es que el mercado argentino, si bien ya era el más desarrollado entre sus pares latinoamericanos a fines de los años 1920, siguió expandiéndose fuertemente en las décadas posteriores, lo que habla de la vitalidad del contexto económico. El mercado bursátil en Brasil se encontraba escasamente desarrollado y hasta los 1960 no avanzó. Lo mismo ocurrió con México, cuya economía estaba todavía fuertemente convulsionada por el efecto de la revolución (Gómez - Galvarriato, 2007). Únicamente el mercado cubano gozaba de cierta vitalidad, pero fue muy afectado por el derrumbe de sus exportaciones durante los años 1930 (Moreno Lázaro, 2013).

Este dinamismo en los mercados llevó a “inflar” notoriamente las cotizaciones bursátiles de las compañías industriales. Newland (2015) señala que el ratio Q de una empresa representativa, como Garovaglio & Zorraquín, alcanzó hacia fines de los años 1940 niveles muy elevados. No obstante, a pesar de los elevados precios, el *yield* (dividendo sobre precio) de los papeles industriales era muy elevado, los dividendos distribuidos eran realmente un factor de atracción para el público inversor. Una vez más, esta situación contrasta con la trayectoria de México y Brasil. Haber señala que en Brasil, tanto el *yield*, como el ratio Q de las empresas del sector textil se derrumbó durante la crisis. El crecimiento del sector financiero, y especialmente de las cotizaciones bursátiles del sector industrial, parece haber sido una particularidad exclusiva de la Argentina entre los años 1930 y 1940. Esto es llamativo más aún si se tiene en cuenta la depresión generalizada de los mercados a nivel mundial.

Este proceso de crecimiento del sector textil y su réplica en la saludable evolución financiera de las empresas, en parte puede entenderse como una continuación del crecimiento y las capacidades desarrolladas durante las décadas anteriores, más que como un proceso que inicia en 1930. De hecho, son los grandes capitales ya instalados los que

empujaron el desarrollo del sector textil. Por ejemplo, Alpargatas continuó su proceso de expansión y diversificación: en 1931 inauguró su sección de tejidos para neumáticos, teniendo por clientes a Pirelli, Michelin y Goodyear. En 1933 desarrolló la suela de goma vulcanizada, en 1934 expandió su sección de hilandería y tejeduría, en 1941 adquirió una hilandería de cáñamo y en 1943 instaló una curtiembre. La Compañía General de Fósforos sigue un patrón similar: desde finales de los años 1920 venía ensayando con los tejidos para neumáticos y tejidos de rayón, mientras que durante los años 1930 desarrolla el hilado de este producto (Barbero, 2000). Otras empresas siguieron el camino de las anteriores. En su conjunto, la capacidad instalada del sector textil se amplió más de un 70% entre 1935 y 1940. El valor agregado por dichas industrias creció entre 1935 y 1941 un 40% (Elías, 1969). No obstante, el sector que mejor provechó el nuevo contexto fue el algodonero, que registró fuertes inversiones y vio crecer su productividad, a diferencia del lanero, donde la productividad decreció en la década de 1930 (Belini, 2017).

La llegada de la guerra en 1939 brindó nuevas oportunidades para la industria textil local. La virtual desaparición de sus competidores le brindó una protección natural para su mercado interno, a la vez que el impulso suficiente para exportar. Del mismo modo, las industrias mexicanas y brasileras, aunque más atrasadas, aprovecharon para salir al mercado externo. Los principales destinos de exportación fueron países latinoamericanos y Sudáfrica, que en el contexto bélico no era provista con regularidad por Inglaterra.

El crecimiento del sector fue muy importante en el marco de este contexto favorable, lo que se replicó en un incremento en la cantidad de empresas existentes y su tamaño. Para mediados de la década de 1940 el sector textil se hallaba dominado por grandes compañías como Alpargatas, Ducilo, Campomar y se completaba con nombres como Flandría, Compañía General de Fósforos, Manufacturera Algodonera Argentina, La Emilia y Ramón y Nicolás del Sel. Este desarrollo industrial en torno a grandes empresas coexistía con el desarrollo de pequeños y medianos talleres, los que crecieron muy fuertemente entre la década de 1930 y 1940 principalmente en la zona norte y oeste del conurbano Bonaerense en las localidades de Villa Lynch y San Martín (Bellini, 2017).

No obstante, una vez acabada la guerra surgió el temor sobre la pervivencia de este complejo entramado industrial. Aunque varios informes estimaban que los rubros textiles de menor calidad podrían subsistir, se esperaba que los textiles más finos no pudiesen competir en el nuevo contexto, más teniendo en cuenta la necesidad de Inglaterra de recuperar mercados. A pesar de estas pesimistas previsiones, la mentada crisis nunca se materializó. El gobierno peronista surgido de las elecciones de 1946 decidió impulsar a la industria, protegiendo el mercado interno de la competencia externa, e implementando una política crediticia expansiva. Para ello, se elevaron los aranceles aduaneros y se nacionalizó el Banco Central, poniendo en manos del gobierno el manejo de la totalidad del crédito⁶³.

El escenario en el que se desarrolló la industria textil entre 1946 y 1950 es contradictorio. A pesar de haber sido beneficiada por la política de protección del mercado y la asistencia crediticia, el alza salarial, ciertas rigideces surgidas de los nuevos convenios colectivos de trabajo y controles de precios, funcionaron en sentido contrario. Por otro lado, el Peronismo trajo como novedad una creciente conflictividad social a un sector que no la había tenido en los años previos (Belini, 2017). De hecho, empresas como Flandría y Alpargatas que habían experimentado una baja conflictividad en el período previo, atravesaron diferentes momentos de confrontación (Ceva, 2010). El resultado general de las políticas aplicadas permitieron la obtención de beneficios económicos importantes, aunque ciertamente menores que durante el período de la guerra. Durante los primeros años del Peronismo, entre 1946 y 1950, el stock de capital fijo del sector aumentó un 30%, proporción similar en la que se expandió el valor agregado (Elías, 1969).

Los indicadores económicos y financieros disponibles para el sector industrial ratifican esta tendencia. Luego de alcanzar un pico en torno a 1945, la tasa de ganancia del sector se desplomó a niveles mínimos alrededor de 1951 y 1952 (Arnaudo, 1975). Lo mismo ocurrió con la trayectoria del mercado de valores, luego de conseguir niveles récord en el mercado primario y secundario de acciones, el mismo cayó fuertemente entre 1948 y 1952.

⁶³ El problema de la reforma financiera de 1946 y sus implicancias sobre el crédito industrial son tratados en detalle en el capítulo IV de la tesis.

La Fábrica Argentina de Alpargatas entre 1921 y 1950

La empresa

La empresa remonta sus orígenes al año 1884, cuando inversores británicos se asociaron con Juan Etchegaray para producir alpargatas de yute y comercializarlas en el creciente mercado interno local. Desde sus inicios, la empresa estuvo ligada a dos capitales extranjeros: la Ashworth & Co., que desde 1854 se encontraba establecida en la Argentina y se dedicaba a la importación de tejidos de algodón y posteriormente maquinarias, y la Douglas Fraser & Sons, que distribuía insumos claves como el yute y proveía maquinaria. Esta última empresa, era dueña de diversas patentes, entre ellas la de una moderna máquina para producir alpargatas. Etchegaray, por su parte, era un inmigrante catalán que contaba con un establecimiento artesanal de producción de alpargatas, pero con vistas de ampliar y mejorar su producción. Desde muy temprano, la empresa apuntó a adquirir tecnología de punta y estar a la frontera del desarrollo técnico a nivel mundial. Con ello no sólo mejoraba la productividad, disminuyendo costos y expandiendo la escala, sino que la calidad de su producto se diferenciaba notoriamente de los tradicionales establecimientos artesanales (Gutierrez & Korol, 1988).

La empresa no sólo producía alpargatas, también producía piolines y sogas. Su crecimiento en los primeros años fue tan brusco, que para 1887 ya era la fábrica de calzados de yute más importante del país, ocupando más obreros que el resto de las empresas del sector combinadas. Asimismo, su capital representaba más del 50% de todo el capital autorizado en el país para ese ramo. Desde temprano, su preferencia por la tecnificación colocó a la empresa un paso adelante a los productores tradicionales, lo que repercutió en su rápido crecimiento. Si bien la crisis de 1890 impactó negativamente en su negocio, la empresa no detuvo su crecimiento. Para 1893 ya realizaba ensayos para tejer lonas de algodón y en 1900 incorporó modernos equipos para producir suelas de cuero. En 1907 continúa este proceso de expansión con la constitución de la filial brasileña, que seguía a la constitución de Alpargatas de Uruguay en 1890. También en 1907, la compañía incorpora equipos ingleses para la producción de calzado de cuero. Se trató de un período de intensa

expansión, vinculada a un mercado interno muy dinámico. Gutierrez & Korol han estimado que el stock de capital productivo de la empresa se expandió entre 1890 y 1917 a un ritmo promedio del 3,5% anual. En el mismo lapso, el patrimonio neto de la empresa creció al 6,59% anual.

La primera guerra mundial imprimió un cambio de dirección en el plan de negocios de la empresa: se intensificaron los intentos por diversificar la producción e incrementar la proporción de fuentes locales de materias primas (Gutierrez & Korol, 1988). En cierto sentido, este proceso es similar al de la Compañía General de Fósforos, que ingresó de lleno al hilado de algodón para suplantar la materia prima importada. Esta nueva etapa significó una aceleración de las inversiones y una importante diversificación de la cartera de productos. Asimismo, durante la década de 1920 Alpargatas ingresó de lleno en el rubro textil, llegando a ser una de las líderes en el mismo. Este proceso de capitalización de la empresa se observa en la tasa de crecimiento del capital productivo instalado. Entre 1917 y 1940 el ritmo anual de expansión fue del 8,30%, lo que contrasta con la del período previo, que se había situado en torno al 3,5% (Gutierrez & Korol, 1988).

En 1923 la empresa abrió la hilandería de algodón y unos años más tarde, en 1928, la de yute. En el transcurso de la década diversificó su producción, dejando de ser un simple fabricante de calzado: producía lonas y lonetas, brines, repasadores, hilados de algodón y yute, estopas de algodón y poseía instalaciones para tintorería y apresto. Hacia fines de la década firmó un acuerdo con Pirelli, comenzando a producir telas para neumáticos, mercado que desarrollará con más fuerza en la década siguiente. A pesar del entorno difícil para la industria textil en su conjunto, presionada por la sobrevaluación del peso y el aumento de la competencia, la empresa obtuvo en 1927 y 1928 records de ventas y buenas utilidades. La rentabilidad de la empresa fue estable a lo largo de esta década; entre 1921 y 1925 las utilidades sobre patrimonio promediaron el 13,5% anual, y entre 1926 y 1930, el 10,73% anual. El dividendo fue todos los años del 15%, con excepción de 1930, donde se redujo a 12,5%. Esta trayectoria exitosa llevó a la empresa a ocupar en 1929 la posición 21 entre las sociedades anónimas industriales del país por su patrimonio neto, y la 29 por su activo total (Gutierrez & Korol, 1988).

Durante la década de 1930 el crecimiento de la empresa se centró en la expansión de la producción textil. Aunque su rubro principal continuaba siendo la fabricación de calzado, los productos más dinámicos eran los textiles. El mercado interno se expandió relativamente poco durante los años 1930, por lo que el grueso del crecimiento provino de la sustitución de importaciones. Como Alpargatas contaba con una participación dominante en el mercado de calzados, su estrategia de expansión se centró más bien en desarrollar nuevos productos y mercados, diversificando su producción. Para ello, continuó con el proceso encarado durante la década previa. El nuevo contexto resultó ser el ideal para el desarrollo de la industria. La devaluación y elevación de los aranceles le significaron una barrera a la competencia externa, principal amenaza durante la década previa. Asimismo, el tipo de cambio desdoblado permitió importar maquinarias a precios preferenciales, con lo que las fábricas locales gozaron de una importante ventaja. El resultado fue un salto en la rentabilidad que estimuló la entrada de nuevas inversiones al sector (Petrecolla, 1970; Newland, 2017).

Aunque la demanda de calzado disminuyó a inicios de la década de 1930, el sector textil se encontraba trabajando a capacidad máxima. Por ello, la empresa incorporó en 1930 treinta telares Northrop de última tecnología y en 1934 se amplió la hilandería, incorporando nuevos equipos y construyendo nuevos edificios. En 1935, ante un mercado ya en crecimiento, la empresa decidió renovar las maquinarias para la producción de calzado de yute, algunas de las cuales rozaban el medio siglo de antigüedad. A mediados de la década, la empresa logró incorporar tecnología que posibilitó la fabricación de suelas y calzado de goma. Este vertiginoso crecimiento había transformado Alpargatas en una de las empresas más grandes del país. Para 1939, medida por su capital, ocupaba el puesto 25 entre las sociedades anónimas del país, habiendo superado a Campomar, y sólo por detrás de Ducilo dentro del rubro textil. Esta trayectoria satisfactoria tuvo su correlato en los resultados económicos de la empresa. Las utilidades del período fueron bastante similares a la década precedente: consideradas sobre el patrimonio, entre 1931 y 1935 alcanzaron el 11,68% anual, mientras que entre 1936 y 1940 se ubicaron en torno al 12,61% anual (Gutierrez & Korol, 1988). Pero sería a partir de 1939, y las condiciones de la Segunda Guerra Mundial, donde estos indicadores dejan observar un salto cualitativo.

En el contexto bélico global la competencia externa virtualmente desapareció, con lo que las industrias de los países no participantes del enfrentamiento se vieron beneficiadas. Al quedar vacantes numerosos mercados, la industria local comenzó a exportar a países limítrofes e incluso Sudáfrica. La situación provocó tal aumento de la demanda que subieron los precios. Las utilidades se dispararon entre 1939 y 1945. Hasta 1939 el dividendo promedio de los años buenos de la empresa se ubicaba en torno al 15%, sin caer debajo del 9%. A partir de 1939, el reparto de utilidades se incrementó, alcanzando el 12%, 15%, 17%, 25%, 40% y 85% en los años 1940, 1941, 1942, 1943, 1944 y 1945 respectivamente.

Los años de la guerra convirtieron a Alpargatas en una de las empresas más rentables del país. No obstante, con el advenimiento del Peronismo (1946-1955) estos niveles de rentabilidad comenzaron a decrecer. Pasada la euforia del período bélico, la industria textil debió volver a operar para el mercado interno, el cual se encontraba fuertemente presionado por tensiones inflacionarias sobre los costos, que ya no podían trasladarse directamente a precios en virtud de las políticas económicas puestas en marcha. El programa redistributivo del Peronismo no sólo significó mayores costos salariales por las fuertes subas otorgadas, sino que también introdujo rigidez en los convenios laborales. Esto disminuyó la productividad del trabajo. También creció la conflictividad sindical, ocasionando problemas a la empresa (Ceva, 2010).

Las fuentes de financiación

Diversos trabajos han señalado las dificultades del sector industrial de acceder a mecanismos de financiación a largo plazo. Este fenómeno se vincula, al menos en parte, con limitaciones del sistema bancario propio de una economía agroexportadora y orientado a sus necesidades (Rougier, 2001). A diferencia del giro agropecuario y comercial, de corto plazo, la inversión industrial requiere inmovilizar importantes sumas de capital en el largo plazo. Esto habría tornado poco apetecible el crédito industrial para el sistema bancario. Por otro lado, el principal banco público, el Banco de la Nación Argentina, dedicaba sus

principales esfuerzos financieros al crédito agropecuario y comercial, con lo que el crédito industrial habría estado escasamente cubierto. Esta escasez de instrumentos financieros específicos para satisfacer las necesidades del sector industrial, se habría incrementado en el contexto del crecimiento del sector manufacturero a partir de los años 1930, y con las regulaciones impuestas luego de la creación del Banco Central en 1935.

Este panorama general es el recuperado por Gutiérrez & Korol (1988). Ante la escasez de crédito bancario, las empresas habrían optado por financiarse a través de fuentes internas, reinvertiendo utilidades. Un primer análisis de la cuestión corrobora esta hipótesis. El ratio de apalancamiento, que mide la relación entre recursos propios y de terceros, se ubica en el caso de Alpargatas, en niveles muy bajos a lo largo de todo el período. Para 1926 este ratio se ubicaba en 1,25 y para 1950 en 1,51. Este indicador informa que entre el 80% y el 66% de los recursos totales de la empresa eran propios, lo que indica que su acceso a la financiación externa fue más bien limitado.

Un análisis de la composición del pasivo de Alpargatas muestra el escaso uso que realizó del crédito bancario. Únicamente durante algunos años de la década de 1920 los bancos participaron activamente de la financiación de la empresa. Pero ya a partir de los años 1930, la contribución de los mismos es exigua. Y en varios años, como 1932, 1933 y 1934, inexistente. En los años siguientes, la participación de los pasivos bancarios nunca superó el 4%. Por el contrario, la principal fuente externa de financiación de la empresa resultó ser el pasivo comercial, promediando el 36% de las mismas. En orden de importancia, le siguen las “Cuentas a pagar”, representadas por deudas de muy corto plazo, compuestas principalmente por salarios y otras pérdidas devengadas, pero aún no canceladas. En general, estas deudas representaban entre el 20 y 30% del pasivo según el año. El resto del pasivo se reparte entre “Cuentas de terceros”, y provisiones sobre impuestos y cargas sociales.⁶⁴

A pesar de que esta evidencia señala claramente la ausencia de financiamiento bancario, tal

⁶⁴ Las provisiones son cuentas que reflejan gastos o pérdidas futuras (del siguiente ejercicio), conocidas en su naturaleza pero no completamente en su importe.

como la literatura sostiene, no da cuenta del acceso a otros mecanismos de financiación como la emisión de acciones en el mercado de valores. En efecto, menos de la mitad del nuevo capital suscrito entre 1920 y 1950 se incorporó como distribución de dividendos en acciones o capitalización de reservas. El resto, provino de suscripciones de acciones por parte de particulares. Como se verá más adelante, esto se relaciona con la elevada proporción de distribución de dividendos en efectivo que realizaba la empresa. La proporción de utilidades retenidas fue bastante baja a lo largo de todo el período.

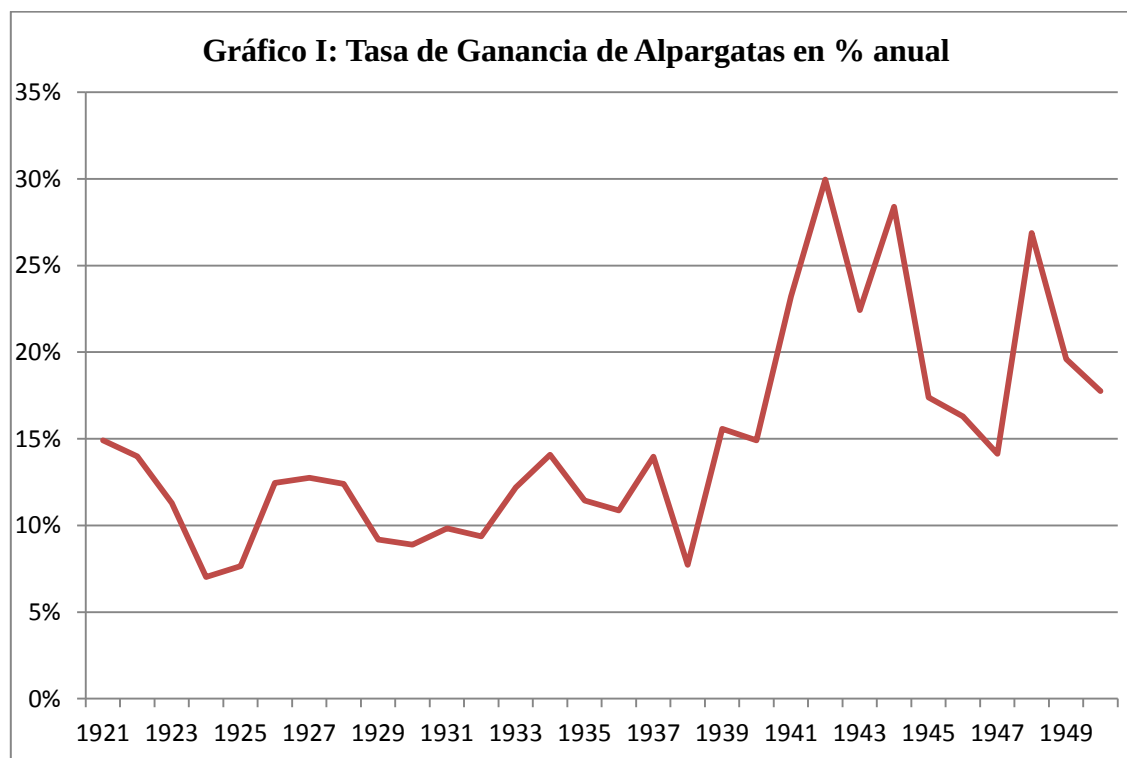
La trayectoria de Alpargatas pone de manifiesto la existencia de canales institucionales y financieros alternativos al bancario, a través de los cuales la empresa podía obtener fondos. Si bien no era accesible para empresas pequeñas y medianas, la emisión de acciones en la BCBA fue una posibilidad real para muchas empresas de primera línea, como es el caso de Alpargatas. Este fenómeno ya había sido advertido por Chu (1972), quien comprobó que varias empresas del sector realizaban emisiones de acciones en la Bolsa de Buenos Aires en los años 1930; fenómeno que se profundiza durante los años 1940 y con el Peronismo. La posibilidad de Alpargatas de acceder a importantes volúmenes de financiación a través de la bolsa se vincula principalmente con su elevada rentabilidad, sus elevados dividendos en efectivo y con su creciente capitalización.

La tasa de ganancia en el largo plazo

Para el análisis propuesto, hemos calculado la tasa de ganancia de la compañía a partir de la información provista en sus estados contables. Hemos calculado la misma como el cociente entre las utilidades contables y el capital y reservas.⁶⁵ El gráfico I exhibe los resultados de nuestras estimaciones. Según puede apreciarse, y acorde a la trayectoria antes descripta, puede dividirse el período en dos subperíodos con características específicas. El primero abarca hasta 1938 y se caracteriza por un nivel estable de rentabilidad (exceptuando los años finales de la década de 1920 e iniciales de la década siguiente) en torno al 11% anual. En cambio, el período que va de 1938 a 1950, presenta niveles de rentabilidad muy

⁶⁵ No hemos realizado ningún tipo de ajustes por inflación ni re estimaciones, ya que en general estamos tratando un período de baja inflación.

superiores, promediando el 19% anual. Aunque el momento clave en el alza de la rentabilidad lo constituye la guerra, una vez concluida, los niveles de rentabilidad descendieron un poco, pero continuaron siendo elevados en términos históricos.



Fuente: elaboración propia en base a Balances, Reseñas y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Aunque la empresa creció fuertemente a lo largo de la década de 1920, duplicando su Patrimonio Neto entre 1921 y 1929, no permaneció al margen de las dificultades generales del sector. A pesar de un buen inicio durante los primeros años de la década, la revaluación de la moneda impactó negativamente en la rentabilidad de Alpargatas en 1924 y 1925. Cierta estabilización del mercado le permitió recomponer su negocio en 1926 y 1927, aunque una vez más, la sobreproducción textil a nivel mundial, y el ingreso a bajos precios de mercaderías importadas, le implicaron una nueva caída de la rentabilidad luego de 1928. Las utilidades permanecerían en niveles relativamente bajos hasta 1933. Luego, con el tibio rebote de la economía local y la puesta en marcha de nuevos equipos e instalaciones, la empresa logró recomponer su giro comercial. En lo álgido de la crisis, la empresa utilizó como estrategia la disminución de sus precios de venta para mantener el volumen. Una vez superado lo peor de la misma, se dispuso a recomponer márgenes. Por otro lado, a partir de

1932 y 1933 comenzaron a madurar las inversiones realizadas en años previos, lo que habilitó a la empresa a expandir la producción e intensificar el proceso sustitutivo. De 1933 en adelante, los niveles de rentabilidad se ubicaron en niveles comparables a los mejores años de la década de 1920.

A pesar del notable avance durante los años 1930, el verdadero salto en los niveles de rentabilidad de la empresa se dio en el contexto de la Segunda Guerra Mundial. El cierre de las importaciones y el avance de las exportaciones impulsaron la rentabilidad a niveles pocas veces registrados. Entre 1938 y 1943, año en que se instauran cupos de exportación para defender al mercado interno, la exportación de productos textiles nacionales creció un 158%, de 7.367 a 19.023 toneladas. Entre esos mismos años, las utilidades de la empresa pasaron de poco más de 2 millones de M\$N⁶⁶ a casi 11 millones de M\$N, para llegar a 15 millones de M\$N en 1944. Paralelamente continuaron las inversiones, creciendo entre 1938 y 1945 el Patrimonio Neto en más del 100%. El período bélico le redituó a la empresa tasas de ganancias que se situaron en promedio en el 22% anual, muy por encima de los años 1933 – 1938, donde alcanzaron el 12%.

Concluida la contienda bélica, el Peronismo no implicó una modificación radical de esta ecuación. Aunque el gobierno impuso controles de precios al sector y aumentó la conflictividad obrera, los beneficios fueron en general positivos. Entre 1946 y 1950, la rentabilidad promedio se mantuvo en niveles cercanos a los del período previo. Recién con la fuerte crisis de 1952 y la importante caída del mercado, las utilidades de la empresa cayeron. En los primeros años, la empresa continuó incorporando capital y emprendió la instalación de una nueva planta de fabricación de calzado con suela de goma en la localidad de Florencio Varela (inaugurada en 1951). Con esta planta en marcha, y superada la crisis de 1952, las utilidades ascendieron.

Comparada a sus pares latinoamericanos, la performance económica de Alpargatas fue significativamente superior. La industria mexicana fue especialmente golpeada por la revolución. Entre 1921 y 1929, el retorno sobre patrimonio neto de una de las principales

⁶⁶ Pesos Moneda Nacional.

empresas del sector, CIVSA, promedió el 2,8% anual (Gomez - Galvarriato, 2007), bastante lejano al retorno de Alpargatas, del 11% para esos mismos años. La década de 1930 no trajo mejores resultados para la industria mexicana, a los efectos de la revolución se sumaron los perjuicios de la crisis, con lo que la rentabilidad no mejoró, y el stock de capital descendió. Al igual que en el caso argentino, la guerra permitió elevar los niveles de rentabilidad, no obstante, esto redundó en una importante disminución de la productividad y depredación del stock de capital.

En Brasil la rentabilidad también fue inferior. Una muestra de empresas representativas del sector textil evidencia una tendencia similar a la argentina para la segunda mitad de los años 1920: buenos niveles de rentabilidad hacia 1925 que van declinando conforme se acerca el fin de la década. El efecto de la crisis textil mundial es bien marcado en el caso brasilero; a partir de 1928 las utilidades ingresan en territorio negativo (Haber, 1992). Pero, más allá de la correspondencia en la tendencia, los niveles de rentabilidad fueron muy inferiores al caso de Alpargatas. En promedio, entre 1925 y 1929 la tasa de retorno alcanzó el 4%. La década de 1930, a diferencia de la Argentina, pero al igual que México, significó la continuidad de esta tendencia crítica. Hasta 1933, la rentabilidad del sector textil brasilero fue negativa, pero una vez iniciada la recuperación la misma fue moderada. Las tasas promedio de retorno entre 1930 y 1933 se ubicaron en zona negativa, y entre 1934 y 1937 rondaron el 2%. Al contar con fuertes inversiones en el sector textil brasilero, las memorias de Alpargatas reflejan de este proceso. La memoria de 1932 señala que: “por lo que respecta a Sao Paulo Alpargatas, toca añadir que no ha podido reanudar todavía el pago de dividendos sobre sus acciones ordinarias...” (Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1931:130).

Recién muy avanzada la década de 1930, la Sao Paulo Alpargatas le brindó algún motivo de satisfacción a la matriz argentina. Al respecto, la memoria de 1937 señala que:

En lo que atañe a la Sao paulo Alpargatas Company, nos es grato poder informar que la evolución experimentada en su plan de reorganización técnica, llevado a la práctica mediante nuestra intervención, es halagüeña, y no dudamos, dados los progresos realizados últimamente, que no ha de tardar en obtener éxito en sus resultados financieros, tan poco satisfactorios en la

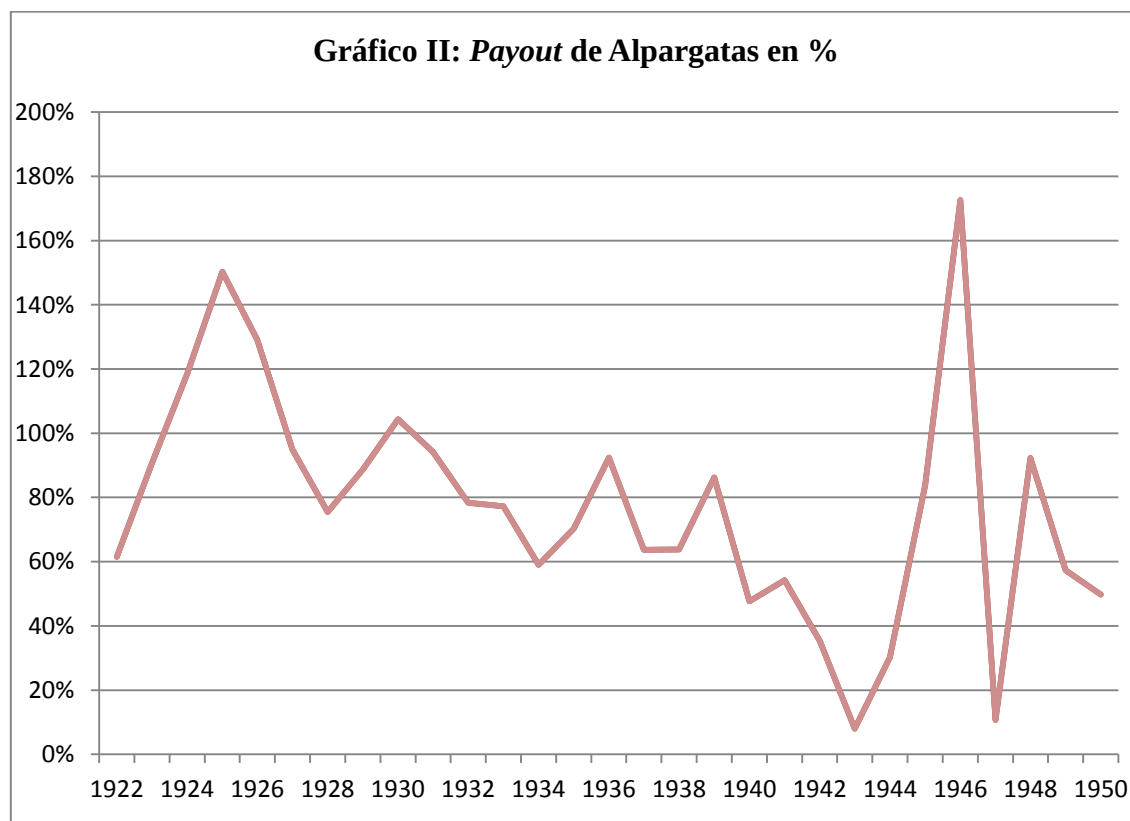
última década (...) (Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1937:239).

La recuperación, al igual que el caso mexicano, llegó únicamente con el estallido de la Segunda Guerra Mundial. Aún a pesar de presentar signos de reactivación luego de 1939, no debe perderse de vista, que sólo la industria textil argentina profundizó su proceso de capitalización, mientras que sus pares brasileros y mexicanos avanzaron en un proceso de depredación del capital instalado. Mención aparte merece el caso uruguayo. La performance del sector textil fue bastante similar a la Argentina, manifestando tendencias en el mismo sentido. Por otro lado, tanto el rápido crecimiento del volumen producido, como el fuerte incremento del capital e inversiones en el sector, ponen de manifiesto que muy probablemente los niveles de rentabilidad logrados hayan sido elevados. Alpargatas también tenía intereses en la industria uruguaya, por lo que sus memorias dan cuenta parcialmente de su evolución. A diferencia de la filial brasilera, la uruguaya rinde buenas ganancias para la sociedad matriz. Hacia 1932 - 1933 la empresa abonó dividendos del 8%, apenas debajo del de Alpargatas de Argentina. En la memoria de 1933, la empresa celebra esta situación: “En lo que respecta a la S.A. Fábrica Uruguay de Alpargatas, nos complace notificar a los señores accionistas, que sigue afrontando con buen éxito la difícil situación por que atraviesa la vecina República, manteniendo su nivel de ventas” (Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1934:39).

Los elevados niveles de utilidades permitieron a la empresa realizar una intensa política de distribución de utilidades, incluso a pesar de la astringencia crediticia entre 1935 y 1945, y del fuerte proceso de inversiones puesto en marcha. A diferencia de lo que tradicionalmente se suponía, la empresa no financió sus inversiones principalmente a través de la reinversión de utilidades, sino accediendo a fondos de terceros. Esto se manifiesta en la elevada tasa de distribución de utilidades, como se verifica en el gráfico II. De haber financiado su expansión con fondos propios, la distribución de utilidades hubiese sido muy inferior o hasta inexistente. En promedio, el *payout*⁶⁷ de la empresa se situó en el 77%, llegando a máximos del 173% en 1946. Este indicador revela la gran prosperidad de la empresa y

⁶⁷ El *payout* es la proporción de ganancias distribuidas en el ejercicio sobre el total de las ganancias realizadas.

solidez financiera, que incluso en momentos álgidos como 1931 y 1932 realizó importantes distribuciones de utilidades.

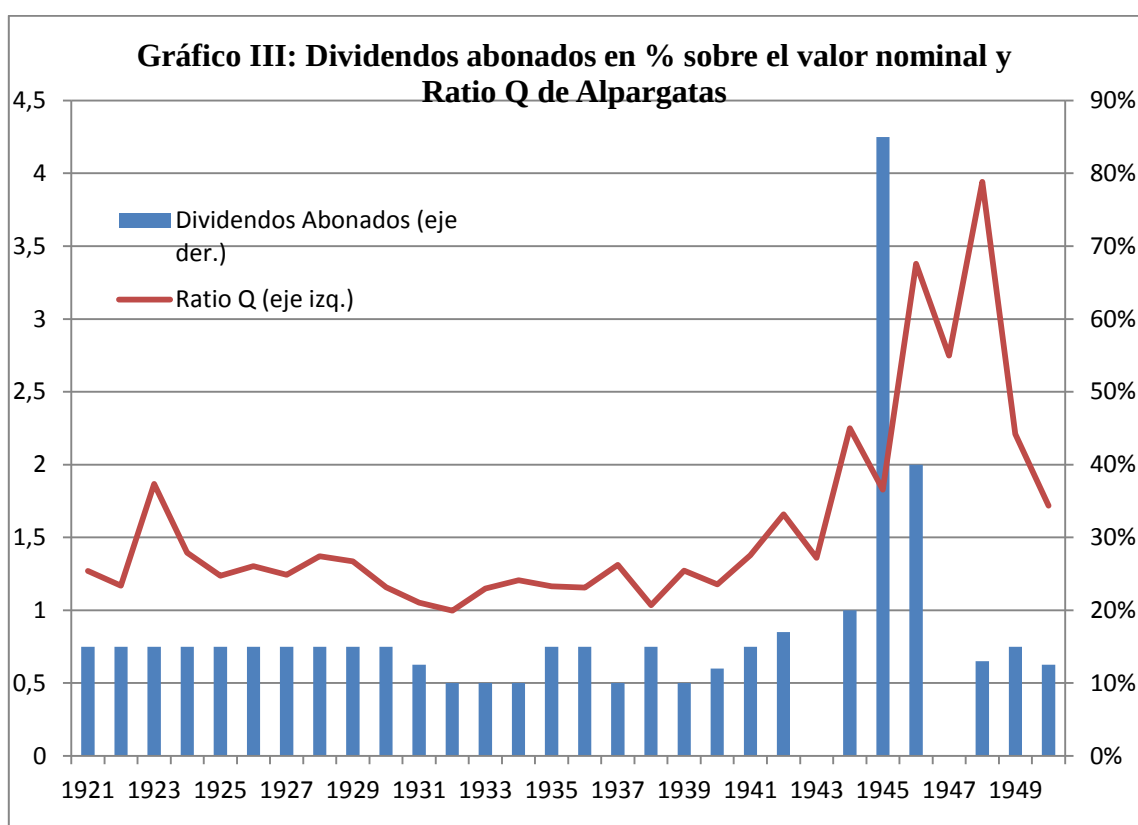


Fuente: elaboración propia en base a Balances, Reseñas y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Este proceso tuvo mayor intensidad durante los años 1920, donde el nivel de *payout* fue cercano al 100%. En cambio, entre 1930 y 1943, el *payout* disminuyó a un ratio del 60%. Los grandes beneficios cosechados durante la guerra le permitieron a la empresa elevar la distribución de utilidades en 1945 y 1946, que alcanzó niveles récord. Durante el Peronismo, la empresa continuó con elevados niveles de distribución de utilidades, aunque en un nivel inferior a los años finales de la guerra. Entre 1947 y 1950, el *payout* promedio fue del 55%.

Esta política de distribución de utilidades se observa en los elevados dividendos abonados. El gráfico III presenta el dividendo junto al ratio Q de la empresa. En promedio, el dividendo abonado sobre el valor nominal de las acciones ordinarias se ubicó en el 16%

entre 1921 y 1950, distribuyendo utilidades incluso en los críticos años de la crisis de 1930. Pero esta performance no sólo superó a la de sus pares locales, sino también a la industria textil brasileira. Durante los mejores años de la década del 1920, entre 1925 y 1927, un conjunto representativo de empresas textiles brasileñas abonó dividendos equivalentes al 6% del valor nominal de sus acciones. En esos mismos años, Alpargatas pagó a sus inversores un dividendo del 15%. Durante los años posteriores esta divergencia se amplió aún más: entre 1928 y 1937, la industria textil brasileira distribuyó dividendos del 2,5%, mientras que Alpargatas pagó el 13%.



Fuente: elaboración propia en base a Balances, Reseñas y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

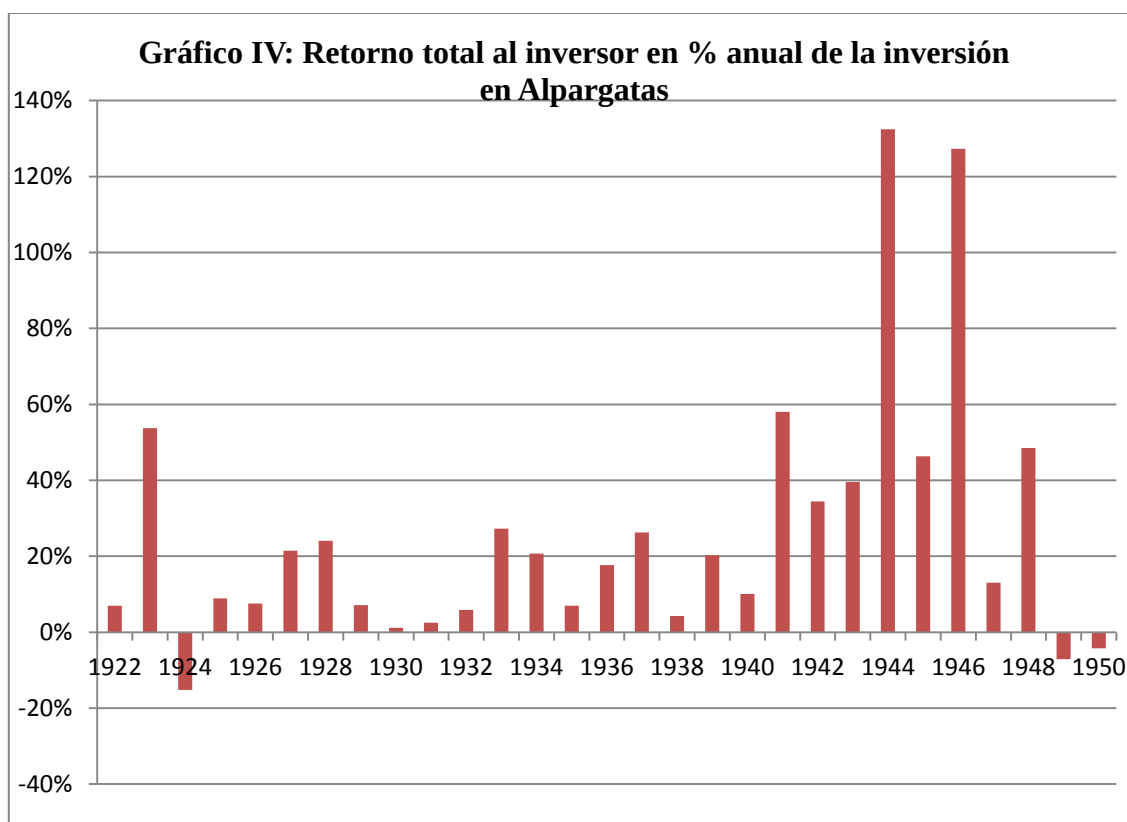
Esta solidez económica fue reconocida por los inversores, que se volcaron masivamente a colocar sus capitales en Alpargatas. Entre 1921 y 1950, la empresa pudo fondearse satisfactoriamente en la BCBA. Asimismo, el valor de sus papeles reflejó esta circunstancia. La capitalización bursátil de la compañía creció fuertemente a lo largo del

período. En 1921 era de 9.190.776 M\$N, y para 1950 alcanzaba los 281.760.000 M\$N. El Ratio Q, que pone en relación la capitalización de la empresa con el valor de libros, evidencia la misma trayectoria. Con excepción de 1932, la empresa siempre tuvo en ratio Q superior a 1. Pueden reconocerse tres períodos en donde este indicador adquirió características específicas. El primero abarca la década de 1920. En promedio, el ratio Q se ubicó entre 1921 y 1929 alrededor de 1,35, con un máximo de 1,86 en 1923. Una segunda etapa le corresponde a la década de 1930, donde este indicador cae. Entre 1930 y 1938, el ratio Q promedió el 1,13. En cambio, el período que se inicia con la contienda bélica vio subir marcadamente este indicador. Entre 1939 y 1950, el ratio Q se ubicó en un promedio de 2,07, alcanzando un máximo cercano a 4 en 1946. Aunque esta dinámica sin dudas está relacionada con los buenos resultados de la empresa, no debe perderse de vista el rol de la expansión monetaria y burbuja financiera que propició el Peronismo a partir de la reforma financiera de 1946 y su intervención en el mercado.

En relación a la trayectoria del sector textil en Brasil, la comparación con Alpargatas también es favorable a esta última. Lamentablemente no conocemos el nivel absoluto del ratio Q de las empresas textiles brasileñas, no obstante, Haber (1992) indica en su investigación que de un valor base de 100 en 1925, para 1931 este indicador había perdido el 75% de su valor. Es decir, la capitalización de las empresas se redujo en tres cuartas partes entre 1925 y 1930. Esta tendencia a la descapitalización es tanto más marcada que en el caso Argentino, donde el índice de la Bolsa de Valores desciende en guarismos muy inferiores, y mucho más aún que en el caso de Alpargatas, que entre su ratio Q máximo de 1923 de 1,86 y el mínimo de 1931 de 0,99, la caída fue inferior al 50%. Pero esto no es todo. A pesar de acusar cierta caída a inicios de la década de 1930, la recuperación de Alpargatas es mucho más veloz que en el caso brasileño. En 1934, el ratio Q de Alpargatas era bastante similar al de 1927, y para 1937 se acercaba al nivel de 1926. En cambio, la industria textil brasileña nunca recuperó los niveles pre crisis a lo largo de la década de 1930.

Siguiendo los indicadores antes expuestos, no es de sorprender que el retorno total percibido por los inversores, incluyendo dividendos en efectivo y capitalización de la

empresa, haya sido muy elevado. Tal como se aprecia en el gráfico IV, el retorno total al inversor fue positivo en 24 de los 28 años analizados, lo que es llamativo si se tiene en cuenta el período fuertemente convulsionado bajo análisis. Pero incluso los años de retornos negativos fueron precedidos por años de fuertes subas en la capitalización de la empresa. Por ejemplo, la caída de 15% de 1924 fue sucesiva a la espectacular alza de 54% del año previo. Lo mismo cabe decir de las caídas durante el Peronismo; fueron antecedidas por importantes subas en las cotizaciones en 1946 y 1948. Probablemente, las caídas en la cotización hayan sido más una corrección de las elevadas valuaciones previas, que reflejo de algún problema económico de la empresa.



Fuente: elaboración propia en base a Balances, Reseñas y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Los elevados niveles de retorno obtenidos por Alpargatas transformaron a la empresa en una de las más rentables de la Argentina. Un peso invertido en 1921, se hubiese transformado para 1950 en 333 pesos. Esto implica un retorno medio superior al 22% anual. No obstante, el grueso de este retorno se concentra en los años de guerra y el

Peronismo. El período que va de 1921 a 1938 retribuyó al inversor a una tasa del 12,4% anual, lo que es bastante elevado si se considera el impacto de la depresión. Pero los retornos entre 1939 y 1946 fueron superiores, con un promedio anual cercano al 60%. Dos fenómenos explican esta expansión: en primer lugar el fuerte alza en las utilidades de la empresa, que pasaron de poco más de 2 millones de M\$N en 1938 a más de 15 millones de M\$N en 1944. En segundo lugar, debe tenerse en cuenta el impacto de la reforma financiera del Peronismo a partir de 1946, que elevó los niveles de liquidez en plaza, desarticuló inversiones alternativas como el mercado de títulos públicos, manipuló la tasa de interés real hacia territorio negativo e intervino fuertemente en el mercado a fin de redireccionar los capitales hacia la inversión industrial. Con su intervención, el gobierno propició una burbuja en los valores privados, que ya no necesariamente acompañaba la marcha de las utilidades como había sido hasta 1945 (Rougier, 2012).

¿Cuánto hubo de burbuja especulativa y cuanto de crecimiento genuino en el espectacular alza de la capitalización de la empresa entre 1921 y 1950? Una primera aproximación se obtiene del análisis del ratio Q de la compañía, que permaneció en niveles relativamente estables, indicando valuaciones “normales” excepto para los primeros años del Peronismo. Otra forma de plantear el problema es a través del análisis del ratio Precio/Utilidades. Éste, se ubicó en un promedio de 12, lo que indica que a lo largo de su trayectoria la empresa no estuvo constantemente sobrevaluada. Si del cálculo se excluyen las valuaciones especialmente altas de 1946 y de 1947 resulta un ratio más bajo. A modo de comparación, similar ratio para el índice S&P 500 de la bolsa de Nueva York arroja un valor de 13,47, con valores especialmente elevados a fines de los años 1920 y valores muy bajos a fines de la década de 1940.⁶⁸ Aunque en el corto plazo la desconexión entre las plazas es manifiesta, en el largo plazo no se trata de niveles muy divergentes, con lo que la cotización de Alpargatas parece haber estado en valuaciones levemente menores a las vigentes en el mercado norteamericano.

⁶⁸ Datos consultados en *Online Data* de Robert Shiller, disponibles on line en <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Consideraciones finales

Aunque trabajos previos habían señalado la buena performance del sector manufacturero y especialmente del textil durante las décadas de 1930 y 1940, el estudio de caso aquí presentado ha sugerido una imagen incluso más favorable de la que teníamos previamente. Al menos para Alpargatas, las décadas de 1930 y 1940 fueron momentos de elevada y creciente rentabilidad, que alcanzó niveles máximos alrededor de 1945. Estos resultados pueden explicarse por la coyuntura de la depresión, que le garantizó la protección del mercado interno, pero también el acceso a bienes de capital económicos, a través del desdoblamiento cambiario durante los primeros años de 1930 y luego de 1938 por el contexto bélico, que favoreció mucho los precios de los productos manufacturados, sin que los costos de producción aumentasen proporcionalmente. Así, Alpargatas pudo hacer uso de todo su moderno equipamiento industrial, acumulado durante las décadas de expansión de 1920 y especialmente 1930, lo que le permitió alcanzar niveles de productividad elevados. De este modo, ante la mejora de los precios relativos, especialmente en el contexto bélico, sus resultados económicos fueron muy elevados.

Sobre las estrategias de financiación de la empresa, hemos comprobado una administración bastante competitiva, que distribuía ganancias continuamente y captaba nuevos fondos en el mercado. Lejos de la idea de que la empresa se sustentaba en la retención de ganancias, hemos podido encontrar una compañía dispuesta a hacer un uso intenso de las fuentes externas de financiación, lo que también nos habla a las claras de un complejo entramado financiero, capaz de satisfacer las necesidades de la empresa. Al respecto, la emisión de acciones en la BCBA fue uno de los instrumentos de financiación privilegiados, lo que coloca los resultados de nuestra investigación en línea con los señalados por Chu (1972) y que ponen de relieve un interés creciente de parte de las empresas manufactureras en el ámbito bursátil.

La capacidad de Alpargatas, y probablemente de otras compañías también, de atraer la atención de los inversores en el mercado, no puede explicarse sino a través de sus elevados

rendimientos económicos y distribución de ganancias. Como se ha presentado a lo largo del capítulo, la distribución de ganancias de la empresa siguió una trayectoria creciente a lo largo de todo el período, lo que no sólo le allanó el interés de los inversores para captar nuevos capitales, sino que impulsó los valores de capitalización a niveles muy elevados, los que se manifiestan en el ratio Q de la compañía, que pasó de alrededor de 1 entre 1920 y 1930 a cerca de 4 a mediados de la década de 1940.

En su conjunto, la evidencia reunida a través del estudio de caso de la empresa Alpargatas permite comprobar las tendencias más generales descritas en el capítulo anterior. El alza del mercado entre 1935 y 1945 o incluso tal vez hasta 1950, pareció estar explicado por niveles de liquidez en plaza crecientes, pero principalmente por resultados económicos, dividendos y expectativas muy favorables. Aunque no podemos medir con exactitud la extensión de este fenómeno, y al fin y al cabo Alpargatas probablemente haya sido una de las empresas más beneficiadas del período, es lógico suponer que en cierta medida la experiencia de Alpargatas haya sido replicada por un conjunto importante de empresas del sector industrial. Sería esperable hallar tendencias más o menos similares en otras empresas del ramo textil, pero también del sector metalúrgico, igualmente beneficiado por el contexto bélico. Los estudios disponibles, como los de Elías (1969), Arnaudo (1975), Petrecolla (1970) y Newland (2017), dejan entrever que la mejora económica fue algo más o menos extendida a varias ramas del sector industrial. Por otro lado, si bien la performance bursátil de Alpargatas fue sobresaliente en el mercado, no fue la única empresa con resultados positivos. Un conjunto de empresas, en ellas muchas industriales, exhibió niveles de capitalización crecientes y elevados y realizó importantes distribuciones de ganancias. Por este motivo, suponemos que lejos de tratarse de una excepción, la trayectoria ascendente de Alpargatas debió haber sido seguida por muchas otras empresas.

Los años finales abarcados en el estudio entre 1946 y 1950 parecen no haber significado novedades importantes en lo referente a la economía de la empresa y el ámbito bursátil en general. Si bien las cotizaciones cayeron levemente entre 1949 y 1950, vistas desde 1940 son todavía altas. Aunque la distribución de ganancias sigue el mismo patrón, y lo mismo podemos decir sobre la tasa de ganancia, estos indicadores son, hasta 1950 bastante

satisfactorios. Planteado así el panorama, la década de 1940 cierra en niveles elevados de actividad económica, buenos resultados empresariales y cotizaciones elevadas. No obstante, vale la pena señalar que visto *ex post*, el Peronismo, o al menos la crisis de 1949 marca un punto de quiebre en la trayectoria ascendente de las empresas y el mercado. Si bien los resultados de las empresas son elevados, estos detienen su crecimiento. Por otro lado, la distribución de ganancias ya se ubica en un peldaño inferior al de los años anteriores. Asimismo, como veremos en los capítulos que siguen, la rentabilidad de las empresas comenzó a experimentar dificultades crecientes de 1949 en adelante, las que fueron compensadas muchas veces con subsidios de diverso tipo, especialmente a través de crédito barato. Aunque todos los indicadores económicos van a seguir en niveles más o menos elevados durante el Peronismo, tal vez con excepción de los peores años entre 1949 y 1952, los mismos ya dejan entrever ciertas dificultades de base, las que van a ser plenamente evidentes en las décadas siguientes, especialmente luego de 1961.

Capítulo IV: Rentabilidad, empresas y mercados, los casos de Alpargatas y Acindar durante el Peronismo

Introducción

En los capítulos anteriores hemos comprobado que el mercado de valores siguió una trayectoria ascendente entre 1935 y 1949. Asimismo, hemos relacionado este incremento en la actividad con el aumento en la distribución de ganancias y ésta última, con una mejora en la rentabilidad de las empresas. En el capítulo III, hemos presentado el estudio de caso de Alpargatas entre 1920 y 1950. Lo que pudimos comprobar es que a lo largo del período, al menos hasta 1946, la empresa registró una trayectoria económica ascendente, particularmente en el marco de la segunda guerra mundial. En este contexto, la empresa incrementó el reparto de utilidades y su capitalización en el mercado, lo que a su vez le permitió recaudar importantes sumas de capital a través de la emisión de nuevas acciones. También vimos que, aunque estos indicadores permanecieron en niveles elevados, su expansión se detuvo luego de 1946. Todo parece indicar, que aunque los niveles de rentabilidad permanecieron elevados, tal vez con excepción de los años de crisis entre 1949 y 1952, ciertos fundamentos en el frente económico de las empresas comenzaron a debilitarse. Arnaudo (1975), ha identificado en torno a 1946 un primer momento de descenso en la rentabilidad del sector industrial – lo que en cierto modo es esperable, dado los elevados niveles alcanzados durante la guerra – y un segundo momento, de descenso muy pronunciado, luego de 1949. Asimismo, pone de relieve que las empresas comenzaron a obtener resultados operativos pobres, compensados por el acceso a crédito a tasa negativa. Resulta necesario para dimensionar estas transformaciones tener en cuenta las modificaciones generales de contexto financiero donde operaban las empresas. La reforma financiera implementada en 1946, permitió una importante expansión del crédito al sector privado a tasas fuertemente negativas. En este contexto, gran parte del sector industrial aprovechó la disponibilidad de crédito barato para llevar a cabo grandes proyectos de inversión, pero también para apuntalar sus resultados económicos. De este modo, el acceso a crédito barato pudo haber operado “ocultando” o compensando debilidades económicas de fondo en las empresas.

En lo que respecta a la trayectoria del mercado bursátil durante el Peronismo, luego de los años de expansión hasta 1949, la actividad comenzó una trayectoria descendente, disminuyendo las cotizaciones y los volúmenes operados a niveles similares a los de la primera mitad de la década de 1940. Pero, aunque esto fue un retroceso respecto a los niveles máximos de 1948, la actividad en su conjunto siguió en niveles elevados, en los que se mantuvo al menos hasta 1961. A pesar de esta continuidad en los niveles de intermediación a través del mercado, la distribución de ganancias de las empresas cotizantes que componen el índice bursátil presentado en el capítulo II disminuyó fuertemente respecto a la década 1935 – 1945. Varios interrogantes guiarán el desarrollo de este capítulo. A nivel general, buscaremos analizar si la caída en la distribución de ganancias que vemos en el ámbito bursátil se vincula con la disminución en los niveles de rentabilidad de las empresas. En segundo lugar, buscaremos dimensionar el impacto de la reforma financiera de 1946 sobre las estrategias de financiación y la importancia del crédito subsidiado en las ganancias de las empresas. Para ello, presentaremos los estudios de caso de dos empresas representativas del sector industrial entre 1945 y 1955: Acindar S. A. y Alpargatas S. A. La primera era una industria dedicada a la producción y laminación de acero de reciente creación (1942) y rápido crecimiento. Alpargatas era una de las más grandes empresas manufactureras dedicada a la producción de calzados y textiles, con una larga trayectoria (sus orígenes se remontan a la década de 1880). Para el periodo que abordamos en este trabajo Alpargatas ya era una gran empresa asentada de crecimiento relativamente lento.

Desde un punto de vista metodológico se recurrirá al estudio de los estados contables de las empresas seleccionadas. Al tratarse de empresas que cotizaban en bolsa, la información es de acceso público. Tanto los estados contables, como los datos complementarios contenidos en las reseñas informativas, se obtuvieron del boletín semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Partiendo de esta documentación, se elaboran y presentan los siguientes indicadores: resultado sobre activo, resultado sobre patrimonio neto, resultados operativos, resultados financieros y ratio de apalancamiento.⁶⁹ En su conjunto, estos

⁶⁹ La ratio de apalancamiento es la razón entre el activo total y el patrimonio neto. Es un buen indicador referente del acceso al crédito.

indicadores permiten captar las novedades introducidas por la ampliación del crédito disponible y la disminución de la tasa real de interés. También se analiza la estructura del pasivo corporativo, lo que permite dar cuenta de las transformaciones en las estrategias de financiamiento. El abordaje metodológico de la información contable precisa una serie de resguardos. A diferencia del período analizado en el capítulo anterior, donde la inflación promedio fue baja, el período que analizaremos en este capítulo fue fuertemente inflacionario. En contextos inflacionarios, los balances acumulan una serie de distorsiones que impiden su lectura directa; los bienes de uso se valúan a costo de origen con lo que el activo ya no representa los valores reales de reposición y las cuentas de resultado se hayan especialmente distorsionadas, por diferencias en el cómputo del costo de las mercancías vendidas (valuadas mediante método FIFO)⁷⁰, en las amortizaciones y por el efecto de la inflación sobre los activos financieros. Por estos inconvenientes, en lugar de trabajar con la información contable como figura en la fuente (sobre la que de todos modos siempre hay que desconfiar y evaluar su fiabilidad y coherencia), debieron realizarse ciertos ajustes y re estimaciones, que más adelante se detallarán.

El capítulo se articula del siguiente modo. La primera sección describe el contexto económico y financiero desde fines de la década de 1930 hasta fines de la segunda guerra mundial; aquí se presentan los principales rasgos de la reforma financiera de 1946. En la segunda sección se analiza la trayectoria sectorial a la luz de las innovaciones financieras y de las políticas sectoriales durante el gobierno peronista. En la tercera sección se presentan los estudios de caso de Acindar y Alpargatas, donde se analizan el acceso al crédito, la estructura de los pasivos e indicadores de rentabilidad. Luego, se analizan algunos indicadores bursátiles de estas compañías. Por último, se esbozan algunas consideraciones generales que se desprenden del estudio realizado. Aunque las conclusiones aquí vertidas no pueden ser extrapoladas linealmente al conjunto del sector industrial, la investigación sugiere que la reforma financiera de 1946 fue eficaz en ampliar el acceso al crédito y brindar un impulso a la inversión industrial, especialmente entre 1946 y 1950. Por otro lado, se comprueba para el caso de Acindar una importante transferencia de recursos a

⁷⁰ El método de valuación de inventarios FIFO asume que primero se descarga el inventario más antiguo. En la práctica, esto implica que se están valuando los inventarios a costos históricos, en lugar de reposición, lo que en contextos de inflación tiende a subestimar el costo de las mercancías vendidas.

través de tasas reales de interés negativas. Resultados operativos débiles fueron compensados con resultados financieros positivos. Asimismo, la investigación pone de relieve la existencia de trayectorias sectoriales divergentes, lo que sugiere que el impacto de la reforma sobre el sector industrial probablemente no haya sido homogéneo. Por último, concluido el proceso de expansión económica del periodo 1946-1949, la contabilidad de las empresas da cuenta de niveles de rentabilidad menores y un ritmo de crecimiento bastante inferior al del periodo previo. Si bien para el caso de Acindar no tenemos base de comparación con la década previa, ya que comienza a cotizar en 1948, para el caso de Alpargatas hemos comprobado que la distribución de ganancias fue a lo largo de todo el período elevada, en sintonía con lo que había sido durante la década previa. En lo que respecta a los niveles de rentabilidad, Alpargatas mantiene los valores elevados del período previo hasta 1950, para luego ubicarse en niveles muy inferiores, lo que en cierto modo, puede estar dando cuenta del quiebre de tendencia de fondo.

El contexto económico durante la década de 1940 y la reforma financiera de 1946

El virtual cierre de las importaciones a consecuencia de la crisis económica de 1930, y luego de la segunda guerra mundial, provocó una importante modificación en la estructura de precios relativos, lo que favoreció ampliamente al sector industrial (Newland, 2017; Petrecolla, 1970). La protección de hecho al sector, junto a una serie de incentivos gubernamentales, impulsó su rápido crecimiento. No obstante, más allá de ciertos beneficios puntuales como tipos de cambio preferenciales o medidas proteccionistas específicas, hasta la década de 1940 no existió una legislación ni mecanismos *ad hoc* que se ocuparan específicamente de la tarea de la promoción industrial.

Sólo con la llegada del gobierno surgido del golpe de Estado de 1943 cobró forma un mayor despliegue institucional (que incluyó la creación de la Secretaría de Industria) en apoyo al sector industrial. Por un lado, fue sancionado el decreto 14.630/44 de Fomento y Defensa de la Industria, que puede considerarse la primera ley de promoción industrial de Argentina. En un clima de temor por la potencial apertura de las importaciones una vez finalizada la contienda bélica, el decreto se orientó a establecer barreras proteccionistas a

través de cupos de importación, derechos adicionales y subsidios directos. Los beneficios estaban orientados hacia las empresas y sectores declarados de interés nacional, donde las actividades vinculadas a la defensa eran destacadas. No obstante, el efecto real de estas medidas fue escaso, y se limitó a sostener las tendencias de fondo evidenciadas por el patrón de crecimiento vigente. Fueron más bien declaraciones de apoyo y empatía con un sector cada vez más relevante de la economía y no constituyeron incentivos suficientes para promover inversiones de gran escala en el sector (Belini, 2009). También hubo diversas iniciativas para resolver el problema del financiamiento del sector industrial que terminaron finalmente en la creación del Banco de Crédito Industrial Argentino en abril de 1944 (Rougier, 2001).

En los meses previos al gobierno de Perón, en junio de 1946, los militares en el poder impulsaron una amplia y original reforma financiera de la que existían escasísimos antecedentes a nivel internacional. En marzo de 1946, el Banco Central de la República Argentina (BCRA), antes una entidad mixta controlada por el Estado y bancos privados, fue nacionalizado. La medida se amplió con la nacionalización de los depósitos y la constitución de un sistema de banco central al que quedaron integrados todos los bancos oficiales, los privados y otros organismos. El objetivo era dirigir el sistema financiero hacia el apoyo de la industria y el logro de un alto grado de ocupación. Las justificaciones teóricas de estas medidas nunca fueron señaladas de manera explícita. En 1945, Perón sostuvo que discutió este asunto con Miguel Miranda, empresario industrial y funcionario hasta entonces del Banco de Crédito Industrial Argentino:

(...) me precipité a decir que debíamos llegar a la nacionalización de los depósitos bancarios. Entonces Miranda, que me estaba escuchando, me dijo: “está usted equivocado, coronel”. Discutimos media hora, y al final me di cuenta que él tenía razón. Lo que hay que nacionalizar –argumentaba– son los bancos, no el dinero. Nos dijimos algunas palabras duras, y por último reconocí que tenía razón. “Tiene usted razón”, le dije, yo estaba equivocado. Hay que nacionalizar la banca –como después hicimos con el Banco Central de la República Argentina– pero no hay que nacionalizar las cosas. Nos hicimos medio amigos y me dije: “este es un gran tipo”; y desde entonces le eché el ojo. Un día le mande llamar y le sorprendí, “verá usted

Miranda, ¿se animaría a organizar todo esto? Porque cuando yo me haga cargo del gobierno, usted será el sable de la finanzas argentinas (Perón, 1976:179).⁷¹

En el nuevo esquema, la banca comercial perdió el manejo del crédito, que pasó a las manos de la autoridad central. Sin poder disponer de los depósitos de sus clientes, los bancos sólo estaban autorizados a realizar operaciones con su capital o a través de líneas de redescuento otorgadas por el banco central. Fue con de este instrumento que la autoridad monetaria pasó a regular la asignación del crédito, quedando los bancos como meros agentes de su política crediticia. De este modo, la masa de dinero se convertía en un factor exógeno, controlado únicamente por la política monetaria y crediticia del Banco Central. En la práctica, estas regulaciones permitieron romper la relación entre depósitos bancarios y volumen del crédito, lo que habilitó una gran expansión en este último rubro. Las principales instituciones financieras encargadas de canalizar el crédito fueron los bancos públicos: el Banco de la Nación Argentina, encargado de asistir principalmente al sector agropecuario y al comercio; el Banco de Crédito Industrial Argentino, cuya asistencia se destinaba principalmente al sector industrial, y el Banco Hipotecario, dedicado a promover el crédito hipotecario y el acceso a la vivienda obrera (Rougier, 2012).

La creación del Instituto Argentino para la Promoción del Intercambio (IAPI) fue otra de las novedades más relevantes que incluía la reforma financiera, y era parte de un mismo diagnóstico y objetivo. La disposición había sido, en definitiva, el resultado de amplios estudios efectuados en la certeza de que, terminada la guerra, sucedería un periodo de gran escasez internacional de ciertos artículos, especialmente alimentos y materias primas, y que dado los buenos precios que se conseguirían permitiría a su vez acumular reservas para el periodo de crisis que se avecinaba. El instituto se encargaría de movilizar tal riqueza, adquiriendo en el mercado interno los productos agropecuarios y comercializándolos en el mercado externo. A través de esta operatoria, el organismo captaría parte de esta renta extraordinaria del suelo y la utilizaría para financiar el proyecto de desarrollo industrial. Con una divisa fuerte y estable, la operatoria del IAPI contribuía a favorecer los precios

⁷¹ En rigor, en 1946 se nacionalizaron los depósitos y el Banco Central pero no la banca.

relativos del sector industrial frente a los exportadores, al disminuir el costo de los bienes de capital y apuntalar el poder adquisitivo del mercado interno (Cafiero, 1961).

Junto con las medidas de naturaleza financiera, la secretaría técnica de la presidencia delineó un plan quinquenal para el periodo 1947-1951. El plan estableció el fomento de las manufacturas existentes con el propósito de “evitar la desocupación de la postguerra”, especialmente la producción textil algodonera y la metalúrgica, actividades donde la recuperación de las importaciones podía afectarlas fuertemente. Los instrumentos previstos incluían, además de la política crediticia, protección aduanera, permisos y cuotas de importación, tipos de cambios preferenciales, desgravaciones impositivas, etc. De casi treinta proyectos de ley que constituían ese primer plan quinquenal sólo dos se referían a la industria. El primero proponía una ley de fomento a través de un plan de industrialización sobre la base de la inversión estatal. De acuerdo con ese plan, el Estado podía estimular la formación de sociedades estatales o mixtas para explotar la producción de minerales. Pero la demora en el tratamiento legislativo del proyecto implicó que sólo se mantuviera el régimen de industrias de interés nacional como sistema de promoción. Como ha señalado Belini (2009) fueron incorporadas a ese régimen unas veintisiete actividades durante los años del primer plan, la mitad de ellas ya existentes; la inclusión respondió básicamente al pedido de protección realizado por firmas privadas más que a una estrategia estatal, salvo en algunos casos de industrias vinculadas a la defensa como la producción de azufre o arrabio. El segundo proyecto trataba sobre la reforma aduanera, y confería al gobierno amplias atribuciones para modificar el régimen de aranceles con el propósito de proteger a las industrias del *dumping* y asegurar el abastecimiento del mercado interno; reemplazaba la tarifa de avalúos y el sistema de derechos *ad valorem* por el de derechos específicos, y otorgaba al poder ejecutivo la facultad de elevar o reducir los derechos hasta 100% en casos considerados de urgencia. No obstante, los aranceles fueron fijados recién en 1950 y no tendrían un lugar destacado dentro de las herramientas de política industrial (ni desde el punto de vista fiscal).

Estos proyectos de fomento industrial se verían fuertemente condicionados por el entorno macroeconómico. Si bien entre 1946 y 1949 el ritmo de expansión industrial se aceleró

respecto a los años de la guerra, este patrón de crecimiento se vio abortado en cuanto aparecieron los primeros signos de crisis externa. Luego de un fugaz auge de sus exportaciones agropecuarias, y una vez consumidos los saldos de divisas acumulados durante la guerra, la economía argentina se vio incapaz de conseguir los recursos externos para proveer a su industria de insumos y bienes de capital importados. La incapacidad de expandir las exportaciones agrícolas y el acceso restringido al crédito externo impusieron nuevas necesidades de política económica luego de 1949. Esto motivó una reorientación de los resortes de política económica, los que tendieron a desacelerar el fomento industrial y a incentivar, primero de forma tímida, y luego de 1952 de forma muy marcada, al sector agroexportador. Este condicionamiento impuesto por el frente externo no sólo ralentizó el desarrollo industrial, sino que todo el proceso de expansión económica. Por ello, el sector manufacturero experimentó marcadas crisis cíclicas, con epicentros en 1949 y 1952. Esta dinámica condicionó fuertemente la asistencia crediticia a los sectores productivos. Aunque el tono fue expansivo a lo largo de todo el gobierno peronista, el ritmo de expansión del crédito siguió un patrón claramente procíclico (Barbagallo & Rougier, 2017).

El impacto de la reforma financiera sobre los sectores textil y sidero - metalúrgico

La reforma financiera de 1946 fue eficaz al promover una amplia expansión del crédito al sector industrial. El *stock* de créditos se elevó de 12.5% del PBI sectorial en 1946 a 23% en 1955 (Altimir; Santamaría & Sourrouille, 1967a). No obstante, estos indicadores ocultan la verdadera magnitud de la expansión crediticia, ya que los saldos fueron continuamente erosionados por la inflación. Medidos en moneda homogénea, los créditos al sector privado se expandieron alrededor de 300% entre 1946 y 1955 (Barbagallo & Rougier, 2017). El gobierno no sólo mantuvo una política de expansión del crédito, sino también de abaratamiento en todo el periodo. Las políticas fueron eficaces en llevar las tasas reales al territorio negativo (tendencia que se acentuó en la década posterior a 1955), con lo que el crédito pasó a constituir un elemento de subsidio hacia el sector privado. Debe señalarse que la expansión del crédito bancario fue acompañada por una marcada alza de la inflación, especialmente entre 1949 y 1952, lo que contribuyó a su vez a deprimir las ya bajas tasas de interés.

Un análisis sectorial revela que los sectores metalúrgicos, de aparatos eléctricos y de producción de maquinarias fueron los que más incrementaron su participación dentro del crédito. En su conjunto, los sectores de reciente desarrollo fueron los que ganaron mayor participación, aunque bien es cierto que partían desde niveles muy bajos. No obstante, en términos absolutos las ramas tradicionales, como la textil y la alimenticia, recibieron un volumen mayor de crédito (Altimir; Santamaría & Sourrouille, 1967a). Este patrón de asignación crediticia tuvo impacto directo en el desarrollo de los diferentes sectores y, de hecho, la lógica de crecimiento sectorial fue bastante en línea con las tendencias de distribución del crédito. Mientras que el capital instalado de la industria metalúrgica creció fuertemente a lo largo del periodo, el capital de la industria textil sólo creció hasta 1950 y luego de esa fecha experimentó una marcada retracción. A pesar del volumen de crédito recibido, importantes firmas del sector textil atravesaron a partir de 1950 dificultades económico-financieras, con lo que la asistencia crediticia se dirigió principalmente a satisfacer necesidades corrientes y a consolidar deudas con otros acreedores. Por otro lado, gran parte de los créditos otorgados eran de corto plazo, con lo que las posibilidades reales del sector textil de utilizar el crédito como palanca de la inversión fueron bastante limitadas (Girbal-Blacha, 1999).

Aunque la industria textil es de desarrollo tardío en Argentina, no comenzando con fuerza hasta las décadas de 1910 y 1920, durante los años de la crisis y la guerra, el ritmo de desarrollo se aceleró fuertemente, al calor del proceso de sustitución de importaciones. Para el advenimiento del Peronismo, la industria textil argentina era la más moderna y productiva de América Latina, pero también un sector maduro, que estaba alcanzando los límites del proceso sustitutivo. A pesar de haber experimentado importantes tasas de expansión entre 1946 y 1949, la situación rápidamente se tornó delicada y luego de 1950 el crecimiento de la dotación de bienes de uso prácticamente se detuvo tal como se observa en la tabla I. Diversos factores explican esta dinámica: en primer lugar, se trata de un sector que no fue específicamente considerado dentro de ningún plan de fomento o desarrollo. Si bien el primer plan quinquenal mencionaba la expansión de la industria textil como uno de sus objetivos, no arbitraba ni señalaba los medios para alcanzarlo. Entre las medidas *ad hoc*

Tabla I: índice de valor agregado y bienes de uso en los sectores textil y metalúrgico

	Textiles		Metales	
	Valor agregado	Bienes de uso	Valor agregado	Bienes de uso
1945	1	1	1	1
1946	1.159498208	0.9981982	1.231060606	0.95555556
1947	1.197132616	1.02522523	1.462121212	1.04444444
1948	1.342293907	1.16756757	1.71969697	1.20888889
1949	1.485663082	1.21981982	1.878787879	1.47111111
1950	1.53046595	1.28648649	2.204545455	1.64888889
1951	1.630824373	1.29369369	2.310606061	1.74222222
1952	1.433691756	1.2954955	1.840909091	1.79111111
1953	1.512544803	1.25225225	1.821969697	1.88
1954	1.625448029	1.21081081	2.348484848	1.96888889
1955	1.749103943	1.17117117	2.90530303	2.06666667

Fuente: elaboración propia en base a Elías (1969)

para apoyar al sector, la principal herramienta disponible fue la extensión del crédito. No obstante, como se mencionó, y a pesar del fuerte volumen de asistencia otorgada, esta fue insuficiente para reactivar la inversión del sector. Adicionalmente, la escasez de divisas y de bienes de capital afectó la posibilidad de capitalización del sector, que no se encontraba amparado por los beneficios de las industrias de interés nacional.

La protección del sector pasó por medidas tendentes a frenar la importación de productos textiles y el resguardo del mercado interno. Aun así, mientras se resguardaba el mercado, se aplicaron férreos controles de precios que impactaron negativamente la rentabilidad. Entre 1946 y 1950, los productos textiles estuvieron fuertemente regulados y sólo a partir de estas fechas se permitió ajustar los precios. Pero dos años más tarde, en 1952, ante el rebrote inflacionario, los controles de precios fueron establecidos nuevamente. En un contexto de fuertes presiones salariales y aumento de costos, los controles de precios acentuaron al estancamiento del sector. Adicionalmente, la conflictividad social fue importante entre

1946 y 1949, por lo que las interrupciones a la producción y problemas de productividad marcaron continuamente la actividad del sector. Este proceso explica el fuerte interés del sector empresario textil en modificar los convenios colectivos y lograr mejoras de productividad, siendo uno de los principales partícipes del Congreso Nacional de la Productividad a comienzos de 1955.

A diferencia del sector textil, el sector sidero-metalúrgico apenas se hallaba desarrollado en Argentina antes de la década de 1940. Justamente, la imposibilidad de procurarse estos productos en el mercado mundial durante los años de la guerra fue un gran incentivo para impulsar estos sectores. El incipiente grado de desarrollo del sector, junto a un mercado en expansión y la intencionalidad oficial de sustituir importaciones, les aseguraron a las empresas del sector un importante mercado, que con gran facilidad podría absorber la totalidad de su producción.

A diferencia del sector textil, el sidero-metalúrgico fue uno de los más favorecidos por la política de promoción industrial del Peronismo. Como señalamos, la siderurgia gozó de especial apoyo desde el gobierno a través del Plan Siderúrgico Nacional. El objetivo era garantizar la provisión local de acero, la explotación del mineral de hierro, el establecimiento de nuevas plantas siderúrgicas y la ampliación de las existentes. Para ello, se buscó potenciar la producción de los yacimientos de hierro de Jujuy y el desarrollo de la Sociedad Mixta Siderúrgica Argentina (SOMISA, iniciativa público-privada dedicada a la siderurgia de base). No obstante, problemas financieros y técnicos demoraron la entrada en servicio de la planta hasta 1960. Por lo pronto, los logros del plan siderúrgico se limitaron a frenar el ingreso de productos importados y a otorgar preferencias crediticias y cambiarias a la importación de los insumos que requería la industria.

A pesar de haber experimentado un rápido avance entre 1946 y 1949, el sector sidero-metalúrgico no escapó a las tendencias generales de la economía y luego de 1950 las tasas de crecimiento se tornaron más moderadas, lo que se observa en los valores de la tabla I. Aunque estuvo esporádicamente sujeto al control de precios, el sector no fue tan férreamente regulado como el textil. Esto favoreció la rentabilidad y la inversión y brindó

previsibilidad a los negocios. El principal factor limitante de la producción y la rentabilidad del sector fue la falta de materias primas, aunque también la falta de divisas para nuevas inversiones en bienes de capital importados sin duda constituyó un freno al ritmo de expansión, especialmente después de 1950.

Los estudios de caso: Alpargatas y Acindar durante el Peronismo

Los balances de las empresas argentinas durante este periodo se encuentran fuertemente distorsionados por la inflación. Su principal efecto radica en la subvaluación de los activos, que se encuentran consignados a su costo de origen y en la sobrevaluación de las cuentas de resultado, fruto de amortizaciones subvaluadas y resultados de explotación dilatados. Esto último se vincula especialmente con el método empleado para valuar los inventarios. En general, las empresas utilizaban el método FIFO (primero entrado, primero salido). En un contexto inflacionario, esto subestima el costo de las mercancías vendidas, ya que computa los costos en función del valor histórico y no de reposición. Por otro lado, los estados contables no dan cuenta del efecto de la inflación sobre los activos financieros. Por estos motivos, los valores que figuran en los estados contables deben ser analizados con muchas precauciones. En lo que respecta a los valores del activo, es de esperar cierta subvaluación, especialmente en el rubro de activos fijos. No obstante, las cuentas de resultados presentan una serie de distorsiones más profundas, con lo que prácticamente deben ser descartadas. Incluso más, esta acumulación de distorsiones da lugar al tributo de impuestos sobre ganancias ficticias y, en casos extremos, a la distribución del capital.

Con el propósito de obtener una mayor aproximación a la realidad, hemos procedido a ajustar los estados contables. El activo ha sido revaluado, reexpresando las partidas que más sufren el desajuste por el efecto de la inflación, las del activo fijo. Para el cálculo, se ha tomado 1945 como año base para comenzar la corrección de los balances. A partir del año base, se han estimado las altas de bienes de uso y se ha procedido a reexpresarlas según un índice mixto, compuesto por la evolución de los precios mayoristas y el deflactor de bienes de capital de la industria manufacturera elaborado por Elías (1969). Posteriormente, se han llevado estos valores al año base para hacerlos comparables con los otros indicadores

elaborados. Una vez realizado este paso, se procedió a reestimar el total del activo y del patrimonio neto. La ganancia neta del ejercicio es estimada como la variación del patrimonio neto entre el cierre del ejercicio en curso y el anterior, sustrayendo los aportes de capital de los socios y adicionando los dividendos y honorarios al directorio abonados. Luego se calcularon los resultados operativos y financieros. Este paso implica calcular la posición financiera neta de la empresa a través del cómputo de todas las partidas monetarias del activo y del pasivo. Luego se calcula la depreciación de la posición financiera neta por efecto de la inflación, a lo que se le suman y restan los intereses del debe y el haber. En un contexto de estabilidad monetaria, es de esperar que una empresa industrial tuviese un resultado financiero negativo. No obstante, en periodos inflacionarios la desvalorización de las deudas, si es suficientemente fuerte, puede transformar este resultado en positivo. La sustracción de este resultado financiero a la ganancia neta permite conocer el resultado operativo de la empresa. Hemos trabajado (salvo indicación en contrario) con valores de activo revaluados y presentados en moneda homogénea. Los pasivos, en cambio, se presentan en moneda heterogénea como figuran en los balances originales, ya que se considera que tienen más sentido desde la propia posición del agente histórico. Por otro lado, poco interés tiene para nuestro análisis la reexpresión de las partidas monetarias del pasivo en moneda homogénea.

A lo largo del apartado se utilizarán las siguientes definiciones y conceptos. Utilidades: $\text{activo al cierre del ejercicio} - \text{activo al inicio del ejercicio} + \text{dividendos devengados} + \text{honorarios al directorio devengados} - \text{aportes de capital}$. Posición financiera neta: $\text{activos financieros} - \text{pasivos}$. Resultado financiero: $(\text{posición financiera neta} / (1 + \text{tasa de inflación})) - 1 - \text{intereses a pagar devengados} + \text{intereses por cobrar devengados}$. Resultado operativo: $\text{utilidades} - \text{resultado financiero}$. Resultado sobre patrimonio neto: $\text{utilidades} / \text{patrimonio neto}$. Resultado sobre activo: $(\text{utilidades} + \text{intereses a pagar devengados}) / \text{activo}$.

Las empresas

La empresa Fábrica Argentina de Alpargatas S. A. fue fundada en 1883 para proveer la demanda local de calzado en expansión, pero rápidamente se diversificó hacia otros rubros textiles, iniciando la instalación de telares para 1892. Este ciclo de expansión se aceleró luego de la primera guerra mundial. Ante la escasez de materias primas locales para sus telares, la empresa decidió montar a inicios de los años 1920 una sección de hilandería e incentivar la producción de algodón local. Pero fue a partir de la década de 1930, cuando el cierre de las importaciones le brindó una protección casi ilimitada del mercado local, que la empresa aceleró su tasa de expansión. A inicios de esta década se decidió la construcción de nuevos edificios industriales y la importación de nuevos telares. Ya para fines de la década, la empresa comenzó a ensayar con la producción de fibras sintéticas y calzados de goma. Este ritmo de expansión acompañó a la firma hasta fines de la segunda guerra mundial, periodo en el que comienza nuestro análisis.

Acindar, Fábrica Argentina de Aceros S. A. fue fundada en 1942 como una pequeña empresa dedicada a la fabricación de productos metálicos, específicamente hierros para la construcción, alambres y clavos. Al calor del cierre de las importaciones producto de la guerra, y del entorno político y económico favorable, la empresa encontró en el mercado local una demanda más que suficiente para su producción. Durante 1943 la empresa fue adquirida por un nuevo grupo inversor, decidido a capitalizar fuertemente la industria. Durante 1943 y 1944 se puso en marcha la primera planta industrial de la empresa en la ciudad de Rosario, pero rápidamente se elaboran planes para la construcción de una planta en la ciudad de Villa Constitución, de capacidad productiva muy superior. La construcción de esta moderna planta comenzó en 1947 y se extendió por más de cuatro años, sufriendo continuas demoras por la imposibilidad de importar bienes de capital ante la falta de divisas. La nueva planta comenzó a funcionar plenamente en 1952 y transformó a Acindar en una de las empresas siderúrgicas más grandes y modernas del país. No obstante su acelerada expansión, la empresa recién comenzó a cotizar en bolsa en 1948.

El acceso al crédito

Una primera pregunta que cabe realizarse es si las empresas bajo análisis participaron de la distribución generalizada de créditos durante el periodo. Un indicador que aporta valiosa información en este sentido es la ratio de apalancamiento, es decir, la razón entre el activo total de la empresa y patrimonio neto. Entre 1945 y 1947 la ratio de apalancamiento creció para ambas empresas, como se observa en la tabla II (en la página 141). La distribución del crédito fue una realidad para las dos sociedades, aunque debe señalarse que Acindar gozó de mejores condiciones crediticias que Alpargatas. En principio, estos resultados estarían corroborando las tendencias generales de distribución del crédito que siguen los agregados sectoriales, donde los sectores dinámicos obtuvieron una mayor proporción del crédito que los tradicionales. El pico de apalancamiento se registra en ambas empresas durante 1947. Ello no resulta extraordinario, puesto que fue a partir de dicho año que el proceso inflacionario comenzó a deteriorar aceleradamente el valor de las deudas. Tal circunstancia no significa que la canalización de crédito hacia la industria haya disminuido, simplemente muestra que la inflación le ganó la carrera al ritmo de expansión nominal del crédito. No debe perderse de vista que el periodo de mayor aceleración en el volumen de crédito corresponde a estos primeros años de la experiencia peronista.

Entre 1947 y 1950 el ratio de apalancamiento permanece en niveles elevados, no obstante, a partir de 1951 comienza a caer con fuerza para situarse en 1955 cerca de los niveles de 1945. Aunque el fenómeno inflacionario antes aludido debe tenerse en cuenta, es notorio el cambio de la política monetaria y crediticia impuesta luego de 1952.⁷² A partir de la coyuntura crítica de 1951 y 1952, el volumen del crédito a la industria en su conjunto se redujo muchísimo, al tiempo que las importaciones de bienes de capital virtualmente se cerraron. Esto destaca claramente en el análisis de los estados contables de las empresas: aunque 1953, 1954 y 1955 fueron años de baja inflación, la ratio de apalancamiento siguió descendiendo, lo que ratifica la contracción crediticia puesta en marcha particularmente a partir de 1952.

⁷² Esta situación ya había sido previamente advertida para el sector textil por Girbal - Blacha (1999).

La evidencia revela que el ritmo de expansión de los bienes de uso de ambas empresas se centró en los años de mayor disponibilidad de crédito (entre 1946 y 1949), lo que coincide, con el momento de mayor incremento en el apalancamiento. Aunque luego de 1949 las empresas prosiguieron con un importante ritmo de incorporación de bienes de uso, en parte debido a planes de inversión de largo aliento en marcha, el conjunto de los activos manifiesta los efectos adversos del constreñimiento crediticio y del entorno macroeconómico. Las tendencias manifiestas por la trayectoria de estas empresas son solidarias con las del conjunto del sector manufacturero. El *stock* de capital con el que operaba la industria manufacturera, que venía de expandirse a un ritmo de 4.7% anual entre 1946 y 1949, tuvo una evolución negativa entre 1952 y 1955. Incluso más, el *stock* de bienes de capital del sector textil se redujo cerca de 15% durante ese periodo (Elías, 1969). A pesar de que las empresas bajo análisis tuvieron una performance saludable a lo largo del periodo, probablemente por ser líderes en sus ramas, no debe dejarse de notar que sus estados contables dan cuenta de las dificultades y ralentización que atraviesa el sector manufacturero a partir de 1952.

Los indicadores de liquidez ratifican las tendencias descritas. Entre 1946 y 1951 mejoraron para ambas empresas, en especial para Acindar. No obstante, debe remarcarse la sólida posición de Alpargatas incluso antes de 1946. En ambos casos es notoria la mejoría que refleja el rubro Disponibilidades. Incluso en un entorno inflacionario, como el existente entonces, las mismas crecen fuertemente hasta 1950 y 1951. La principal mejora que puede observarse en Acindar pasa justamente por el rubro Caja y Bancos, aunque el activo exigible, compuesto principalmente por acreencias comerciales, también registra cotas muy elevadas en 1950. En Alpargatas puede notarse una tendencia similar: mejora Caja y Bancos, pero el mayor incremento corresponde al rubro Bienes de cambio. Es probable que detrás de esta divergencia se encontrasen estrategias empresariales diferentes y particularidades del negocio de cada compañía. Los indicadores de liquidez, al igual que los demás rubros del activo antes analizados, retroceden fuertemente luego de 1951, para volver en el caso de Acindar, a niveles previos a 1946. El deterioro de los niveles de liquidez con que operaban las compañías pone de manifiesto la trayectoria adversa del sistema financiero local luego de 1951.

Tabla II: Ratio de apalancamiento y bienes de uso para Alpargatas y Acindar

Ratio de apalancamiento	1945	1946	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955
Alpargatas	1.14	1.13	1.37	1.29	1.25	1.22	1.24	1.20	1.19	1.09	1.09
Acindar	1.38	1.58	2.87	2.81	2.69	2.15	1.65	1.82	1.70	1.73	1.49
Bienes de uso en millones de pesos de 1945											
Alpargatas	17	19	23	29	36	41	43	45	47	57	61
Acindar	2	3	5	12	32	43	45	55	56	56	59
Expansión de bienes de uso (porcentaje)											
Alpargatas		14	21	25	22	13	7	4	4	21	8
Acindar		37	81	129	154	34	4	24	1	1	5

Fuente: elaboración propia en base a memorias y estados contables de las respectivas empresas publicados en el Boletín Estadístico de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Las estrategias de financiamiento

Hemos comprobado el incremento en la disponibilidad de crédito y los mayores niveles de liquidez a partir de 1946. Ahora bien, ¿qué estrategias de financiación utilizaron estas empresas? El análisis de la estructura de financiación del pasivo de Alpargatas revela ciertos elementos de las novedades que operaron durante el Peronismo. En primer lugar, debe señalarse el bajo nivel de endeudamiento de la empresa durante todo el periodo, elemento que se verifica en su bajo coeficiente de apalancamiento. Al cierre del ejercicio de 1945 la empresa prácticamente no registraba deudas y operaba principalmente con recursos propios. La única fuente significativa de financiamiento externo la constituía la deuda comercial con otros proveedores, que explicaba 57% de su pasivo. La financiación bancaria era prácticamente inexistente y se limitaba a unos pocos adelantos en cuenta corriente que no alcanzaban 6% del total del pasivo. Esta situación probablemente era el reflejo de los buenos resultados de la compañía de 1939 en adelante, que permitió suplir el crédito externo con recursos propios y de las escasas oportunidades de obtener financiamiento bancario.

Para 1950, Alpargatas presentaba una estructura de financiamiento de su pasivo mucho más diversificada. Aunque las deudas comerciales, representadas por los saldos deudores de las cuentas corrientes y los documentos a pagar continuaban siendo la mayor fuente de crédito externo de la empresa, la irrupción del rubro bancos es toda una novedad. Este rubro explicaba 29% del financiamiento externo conseguido por la empresa, lo que refleja en cierto sentido el proceso de expansión crediticia a partir de 1946. Los años posteriores a 1950 evidenciaron el retroceso generalizado del sistema financiero ya señalado en los apartados anteriores. La participación de los bancos como fuente de financiamiento se retrajo en 1955 a sólo 11% de los pasivos totales. A pesar de que la fuente de dicho año dejó de incluir el rubro Documentos a pagar, lo más probable es que las deudas comerciales representaran la principal fuente de financiación externa, posiblemente superando 50% de la misma.

Al igual que el caso de Alpargatas, Acindar tuvo un escaso acceso al crédito bancario antes de 1946. El estudio de sus pasivos durante ese mismo año revela que menos de 4% se componía por deuda bancaria. Por el contrario, 88% de las deudas eran comerciales en cuenta corriente o documentadas. Pero la reforma de 1946 trajo importantes novedades para Acindar. Un análisis de la estructura de financiación externa revela que para 1950, la empresa estaba haciendo uso intensivo de los nuevos mecanismos de financiación puestos a disposición por el gobierno. Entre 1946 y 1950 sus pasivos crecieron velozmente; deflactados a valores de 1945, se expandieron 2 200%. La emisión de debentures se convirtió para esta empresa en la principal fuente de financiación externa, explicando 37% de la misma. En orden de importancia le sigue la financiación comercial con 34%, el crédito prendario con 12% y el crédito bancario con 11%. Este conjunto de instrumentos le permitió a la compañía encarar un proceso de expansión acelerado: su activo se incrementó entre 1946 y 1950 en términos reales más de 1 100 por ciento.

Pero esta expansión crediticia se vio enfrentada al racionamiento a partir de 1951 y 1952, y la estructura de pasivos de la empresa comenzó a variar. Disminuyó la participación de los debentures, del crédito prendario y de bancos, y en cambio se expandieron las deudas interempresarias. El primer grupo de deudas con el sistema financiero totalizaba 61% del

total del pasivo en 1950, mientras que en 1955 quedó reducido a 29%. Las deudas en cuenta corriente y los documentos a pagar compensaron parcialmente esta caída y alcanzaron 47% de las deudas totales, cuando cinco años atrás se ubicaban en 34 por ciento. A pesar de las fuertes divergencias en el uso del crédito de estas empresas, las tendencias son similares. Previo a 1946, el recurso al crédito de instituciones financieras fue escaso, representaba aproximadamente 5% del pasivo para ambas firmas. Con la reforma financiera de 1946 esta situación cambió. Hacia 1950 las instituciones financieras llegaron a aportar 30% del pasivo de Alpargatas y 61% en el caso de Acindar. Posteriormente, los balances de las compañías dejan sentir el embate de la astringencia financiera y se reduce mucho el crédito de estas instituciones. En este contexto de racionamiento crediticio, vuelven a cobrar importancia las deudas interempresarias, acercándose a los niveles previos a la reforma de 1946.

¿Qué instituciones financieras y bancarias se hallaban detrás de la expansión del crédito a las empresas analizadas? Lamentablemente, sólo conocemos el detalle de los pasivos documentados de Acindar. Al cierre del ejercicio de 1945, Acindar no registra entre sus pasivos deudas documentadas. Sólo en 1946 la empresa comienza a hacer uso de estos mecanismos de financiación, no causalmente, momento en que se lleva adelante la reforma financiera. Ese año Acindar contrata diversos créditos prendarios: su balance informa al 31 de diciembre dos deudas con el Banco de Crédito Industrial Argentino por un total de 1 002 500 pesos, uno contraído para la compra de chatarra y hierro laminado y otro para la adquisición de maquinarias y equipos. Asimismo, registra una deuda con el First National Bank of Boston por 200 000 pesos por la compra de hierro laminado. Estas deudas pagaban un interés de 5%, lo que al considerar la inflación de la época ya implicaba una tasa real negativa.

Pero no fue hasta 1947 cuando su deuda comenzó a crecer velozmente. A fin de ese ejercicio, la empresa había aumentado sus deudas prendarias en 4 405 500 pesos, hasta alcanzar la suma de 5 608 000 pesos. Los principales acreedores eran el Banco de Crédito Industrial Argentino, con 2 595 000 pesos, luego el Banco de la Nación, con 2 463 000 pesos y en último lugar el Banco Provincia de Buenos Aires con 550 000 pesos. Las deudas

corresponden principalmente a compras de materias primas: chatarra, palanquilla y hierro. La tasa de interés de estos créditos se acercó a 6%, pero ante el ascenso inflacionario la misma se hundía cada vez más a territorio negativo. Lamentablemente no se cuenta con datos precisos para 1948, de todos modos, la tendencia al endeudamiento continuó profundizándose y la empresa realizó las primeras emisiones de debentures, que fueron suscritos en su totalidad por el Banco de Crédito Industrial Argentino, totalizando un monto de 4 613 000 pesos. El interés devengado por estos títulos, según la serie, se ubicó siempre entre 5 y 6 por ciento.

En el transcurso de 1949 la empresa aceleró sus planes de expansión: para junio de ese año, las deudas prendarias con el Banco de Crédito Industrial Argentino llegaban a 2 000 000 de pesos y con el Banco de la Provincia de Buenos Aires a 4 258 200 pesos. Los debentures emitidos ya sumaban 14 197 000 pesos, todos suscritos por el Banco de Crédito Industrial Argentino. Nuevamente, la tasa de interés se ubicó alrededor de 6%, en niveles reales fuertemente negativos. El destino de los fondos no varió sustancialmente al de los años previos, las deudas prendarias financiaron la adquisición de materias primas, mientras que los debentures a largo plazo la ampliación de la capacidad productiva. Este ritmo acelerado de expansión del pasivo prosiguió en 1950. Para el cierre de ese ejercicio, Acindar duplicó sus ya elevados niveles de endeudamiento de 1949. Las deudas prendarias alcanzaron los 14 281 000 pesos y la deuda por debentures llegó a 42 282 000 pesos. Entre los acreedores destacan el Banco la Provincia de Buenos Aires, con 6 062 368 pesos por compras de hierro, el IAPI, con 4 050 366 pesos por compras de palanquilla y alambres, el Nuevo Banco Italiano, con 2 490 880 pesos por la compra de hierro en lingotes y palanquilla, SOMISA con 1 000 000 de pesos por la compra de arrabio y el Banco Francés e Italiano con 677 000 pesos por compras de alambre. En 1950 el Banco de Crédito Industrial Argentino no participó de la financiación prendaria a Acindar, por lo que la aparición de nuevos financistas probablemente se vincule con este vacío dejado por la institución. En cambio, ese banco suscribió completamente y como único agente la gran emisión de debentures realizada ese año, llevando su cartera de dichos títulos a la suma de 42 281 886 pesos, 125% superior a la del año previo.

El periodo que concluye en 1950 constituye el de más rápido crecimiento en las actividades de Acindar. En este caso, el incremento del pasivo y de las inversiones de la empresa está directamente vinculado con la instalación de la planta siderúrgica en Villa Constitución, Santa Fe. De forma paralela al incremento de la financiación externa hasta aquí descrito, la empresa aumentó los recursos propios para hacer frente a la expansión en marcha. Entre 1947 y 1950 recaudó por emisiones de acciones 62 000 000 de pesos.

Luego de 1951, la incorporación de pasivos se ralentiza bastante, siendo el único hito importante el año 1952, momento en que se pone en marcha la planta de Villa Constitución y la empresa incorpora nuevo pasivo destinado a financiar inventarios y disponibilidades. Hacia fines del ejercicio semestral de 1951, terminado el 30 de junio, los pasivos de Acindar manifestaban poca variación respecto al ejercicio previo. Los créditos prendarios disminuyeron a 11 832 000 pesos, siendo los principales acreedores el Nuevo Banco Italiano, con 4 960 810 pesos por lingotes de hierro y palanquilla, el Banco de la Provincia de Buenos Aires, con 4 377 297 pesos por hierro laminado, el IAPI, con 1 651 196 pesos por palanquilla y aluminio en lingote y SOMISA, con 843 100 pesos por arrabio. Mientras que el Banco de Crédito Industrial Argentino tenía en su cartera debentures por un saldo de 41 654 000 pesos, y se mantuvo ausente de los créditos prendarios. Pero en 1952 con la entrada en marcha de la nueva planta industrial, las necesidades de financiamiento se expandieron notablemente, junto al crecimiento del giro de la empresa. El crédito prendario aumentó fuertemente y alcanzó los 42 906 000 pesos. El principal financista de la empresa fue el IAPI, que aportó 17 796 498 pesos para la compra de palanquilla procedente de Bélgica, Alemania y Japón. En tanto, el Banco de la Provincia de Buenos Aires asistió al financiamiento con 12 692 091 pesos, para la adquisición de chatarra, hierro, tochos y palanquilla, mientras que el Banco de Crédito Industrial Argentino aportó 10 200 000 pesos para la compra de palanquilla y hierro. Esta institución también elevó su financiamiento mediante la adquisición de debentures, incrementando sus tenencias a 45 846 000 pesos.

Más allá de la aceleración de 1952, vinculada con la puesta en marcha de la planta de Villa Constitución, la tendencia al deterioro de las fuentes de financiación no se revirtió durante el resto del periodo peronista. Los datos de marzo de 1953 así lo muestran: el crédito

prendario se redujo en más de 25% a 31 772 000 pesos y la empresa finalizó su programa de emisión de debentures, quedando el saldo en manos del Banco de Crédito Industrial Argentino en niveles similares al del año previo. Lamentablemente, la fuente de este año no permite profundizar en la composición de las deudas discriminando por institución. En el transcurso de 1954, al igual que el año previo, la restricción financiera se hizo notoria. A fines del mes de julio, los créditos prendarios alcanzaron los 31 293 000 pesos, cayendo marginalmente respecto a marzo de 1953. El Banco de Crédito Industrial Argentino lideró el crédito con prendas por 18 500 000 pesos, destinadas a la adquisición de equipos industriales y repuestos varios, le siguió en importancia el Banco de la Provincia de Buenos Aires, con 11 986 000 pesos otorgados para la compra de hierro elaborado, palanquillas, alambón, alambre y flejes. Por último, el IAPI participó con 807 174 pesos por la compra de palanquilla belga. A todo esto, el saldo de debentures en poder del Banco de Crédito Industrial Argentino se redujo a 37 598 000 pesos. El racionamiento crediticio fue especialmente fuerte durante el ejercicio que terminó en junio de 1955. El crédito prendario sufrió una marcada contracción, cayendo 88% hasta la suma de 4 456 000 pesos. El Banco de Crédito Industrial Argentino aportó 2 800 000 pesos, mientras que el Banco de la Provincia de Buenos Aires aportó el saldo restante de 1 656 000 pesos. Los debentures en poder del Banco de Crédito Industrial también descendieron hasta los 37 609 943 pesos.

Analizadas globalmente las fuentes de financiación durante el Peronismo, destaca la participación del Banco de Crédito Industrial Argentino (Rougier, 2001), que tuvo una importante participación en la financiación prendaria y brindó un apoyo clave para la expansión de la capacidad productiva a través de la suscripción de los debentures. El Banco de la Provincia de Buenos Aires también brindó un apoyo importante para financiar la adquisición de materias primas, ubicándose sólo por detrás del Banco de Crédito Industrial Argentino. También encargado de financiar la provisión de materias primas, el IAPI otorgó importante asistencia a la empresa. El resto de la financiación provino de diversas entidades privadas y públicas como el Nuevo Banco Italiano, el Banco Francés, el Banco de la Nación Argentina y SOMISA. La dinámica a través del tiempo fue bastante consistente con el conjunto de indicadores analizados previamente: se registró una importante expansión hasta 1950, un amesetamiento hasta 1952 y una retracción constante hasta 1955. En general

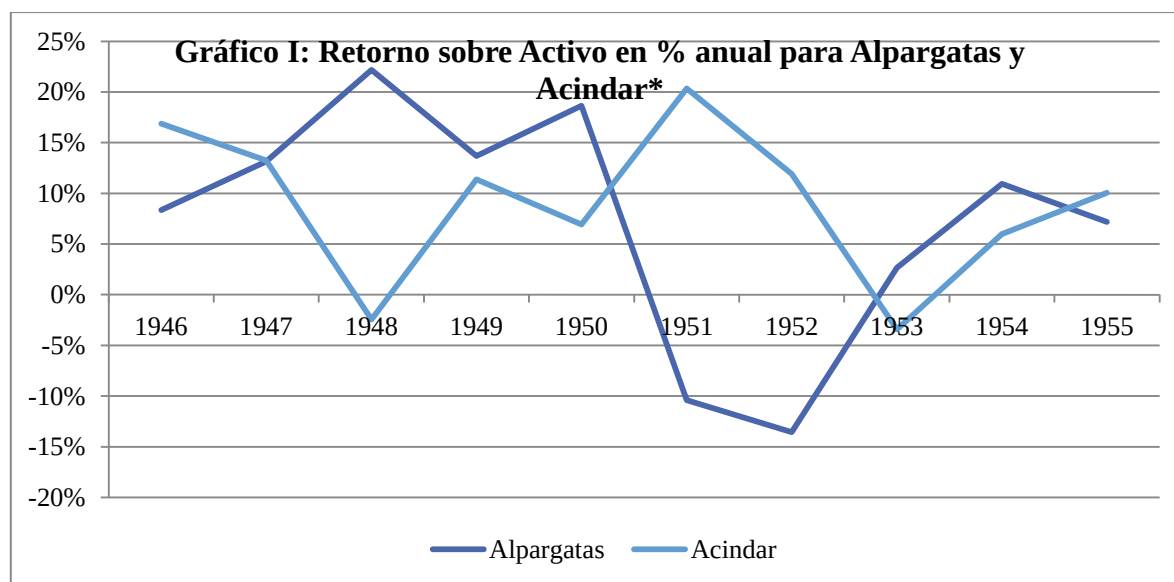
las tasas pactadas se ubicaban entre 5 y 7% anual, con lo que se significaron la mayor parte del periodo tasas reales negativas.

La rentabilidad

La evolución de las utilidades de ambas empresas manifiesta tendencias similares hasta 1950, fecha en que la crisis económica afecta notoriamente a Alpargatas, mientras que Acindar sigue expandiéndose hasta 1953. La memoria de ese año manifiesta la seria disminución de la producción y las ventas como consecuencia de la escasez de materias primas dado el virtual cierre de la importación. La producción de ese año fue cerca de 20% inferior a la del año previo, hecho que repercutió en los niveles de utilidad de la compañía. Alpargatas, en cambio, sufrió los efectos de la crisis con antelación y vio caer fuertemente sus utilidades entre 1951 y 1952. Este hecho se vincula probablemente con la retracción del consumo masivo, en un ramo donde la sustitución de importaciones estaba fuertemente avanzada. Por su parte, Acindar parece no haber sentido los embates del mercado en retracción por la posibilidad de seguir avanzando en la sustitución de importaciones y su negocio sólo se vio entorpecido ante la falta de materia prima en 1953. Una vez superados los efectos adversos de la crisis de entre 1951 y 1953, las utilidades de ambas empresas volvieron a crecer hasta el final del periodo, aunque las de Alpargatas marcaron una ligera retracción en 1955.

Aunque la magnitud de las utilidades brinda cierta información referente a la evolución de una empresa, dista de ser un indicador idóneo ya que no coloca estos resultados en relación con el activo necesario para producirlos. En cambio, esta información la provee el resultado sobre activo, que indica la masa total de riqueza generada por la empresa en relación con el total del activo que emplea. Es un primer indicador sobre la rentabilidad por unidad de activo y remite al potencial económico de la empresa. Como se aprecia en el gráfico I, a pesar de la volatilidad de los resultados, este indicador parece haber sido levemente superior para Acindar que para Alpargatas. Es interesante notar el movimiento opuesto del resultado sobre activo hasta el año 1952. Esto puede vincularse al efecto de la inflación sobre la posición financiera neta de las empresas, que fue muy desigual entre Acindar y

Alpargatas, no obstante, también deben tenerse en cuenta las diversas trayectorias entre los sectores dedicados al consumo masivo y aquellos destinados a proveer a la industria y a sustituir importaciones. Probablemente, ante el mismo escenario económico, la performance de estos sectores haya diferido en función de las políticas económicas adoptadas.

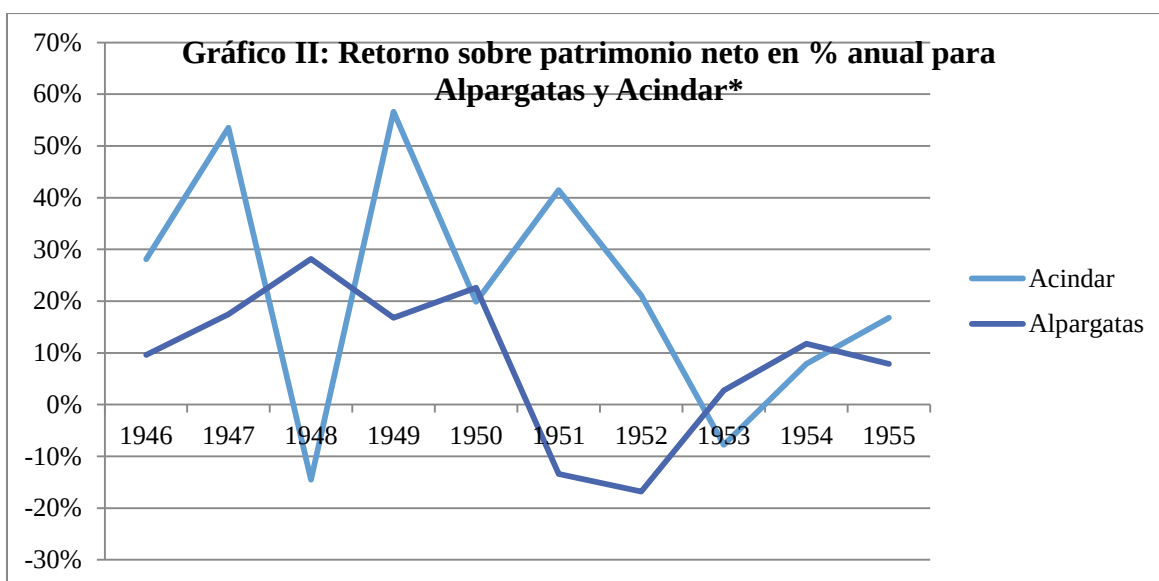


*El resultado para Acindar de 1951 se calculó con base en un ejercicio de seis meses.

Fuente: elaboración propia en base a Balances, Reseñas y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Otra forma de aproximarse al análisis de la rentabilidad es a través del retorno sobre patrimonio neto. Este indicador, a diferencia del resultado sobre activo, permite conocer la utilidad que queda en manos del accionista, en función con el capital propio que aporta. Ya no remite al potencial económico de la empresa, sino a la capacidad de generar utilidades para el empresario. Desde el punto de vista del inversor, este es el principal indicador de rentabilidad a tener en cuenta, ya que da una aproximación de la rentabilidad que va a obtener a título personal. Asimismo, suele ser el ratio que los empresarios consideran a la hora de evaluar nuevas inversiones, por lo que su dinámica tiene gran impacto sobre el ritmo de acumulación de capital en una sociedad.

Hasta 1952 el resultado sobre patrimonio neto de Acindar es muy superior al de Alpargatas, lo que puede verse en el gráfico II. La media anual aritmética en el primer caso es de 29.45%, mientras que en el segundo caso es de 9%. Para todo el periodo, estos indicadores son 22.3% para Acindar y 9% para Alpargatas. Los fuertes resultados positivos de Acindar entre 1949 y 1952 se vinculan al efecto de la inflación sobre sus deudas y la puesta en marcha de su planta en 1951. Alpargatas en cambio, menos apalancada, se vio menos beneficiada por el efecto de la inflación sobre su pasivo. Es probable que estos resultados sean acordes con lo que sucedió a nivel sectorial, lo que explicaría en parte la llegada de nuevas inversiones al sector metalúrgico y el estancamiento del sector textil durante los últimos años del Peronismo.



*El resultado para Acindar de 1951 se calculó con base en un ejercicio de seis meses.

Fuente: elaboración propia en base a Balances, Reseñas y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

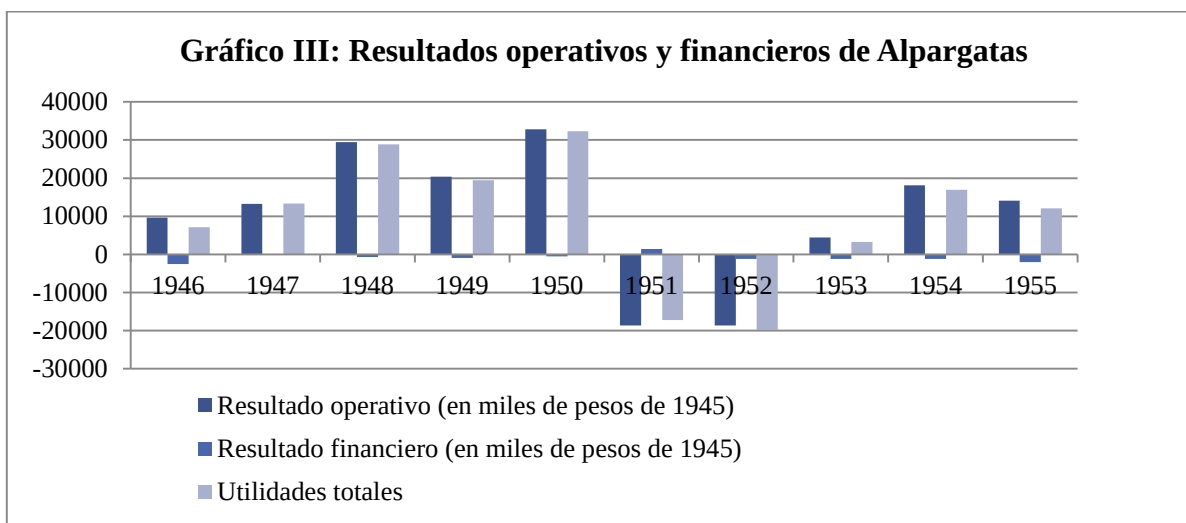
La contribución de los resultados financieros a las utilidades

La divergencia entre el resultado sobre activo y resultado sobre patrimonio neto ya nos otorga una primera aproximación a lo que puede ser el peso de los resultados financieros. Si una empresa obtiene un resultado sobre activo superior al costo del dinero, su resultado sobre patrimonio neto será mayor que el resultado sobre activo. En tanto y en cuanto este

endeudamiento se realice a tasas reales positivas, en general significará una pérdida para la empresa, por lo que su resultado financiero será negativo. En este caso, estamos frente a una situación en que las empresas aprovechan el apalancamiento para impulsar los resultados a sus accionistas, pero siempre cargando con un costo financiero real. En el caso de que el endeudamiento se realice a tasa negativa, que fue lo más frecuente en Argentina de 1946 en adelante, la empresa no sólo aprovechará el efecto apalancamiento, sino que recibirá directamente un componente de subsidio. En esta situación, la firma probablemente presente resultados financieros positivos, que se suman a los resultados operativos, principal fuente de ganancias de toda empresa en condiciones de normalidad. En el caso de Alpargatas estamos frente a la primera situación: una empresa que utiliza el apalancamiento para potenciar sus resultados, pero cargando un costo financiero real, mientras que el caso de Acindar se verifica la segunda variante: una empresa que directamente recibe subsidios a través del crédito a tasas negativas.

El desglose de los resultados de Alpargatas presentado en el gráfico III, revela que el grueso de sus utilidades tuvo por origen el resultado operativo y no el financiero. Con excepción del año 1951, donde la fuerte inflación erosionó el peso de sus pasivos, la empresa siempre obtuvo resultados financieros negativos. Aunque a primera vista esto parece algo lógico para una empresa en condiciones de normalidad, no debe olvidarse que Alpargatas operaba en un contexto inflacionario de tasas fuertemente negativas, y aunque en menor medida que Acindar también tuvo acceso al crédito. La causa de los recurrentes resultados financieros negativos para Alpargatas radica en su alta tenencia de activos financieros. Esto significó para la empresa una posición financiera neta positiva, es decir, durante la mayor parte del periodo tuvo más activos financieros que pasivos. De este modo, el efecto de la inflación no sólo devaluó su pasivo, sino que también contribuyó a licuar su activo. Las tenencias más afectadas por su volumen fueron las de títulos públicos y las disponibilidades. Este proceso fue especialmente fuerte a inicios del periodo analizado, donde la empresa mantuvo gran proporción de su activo invertido en títulos públicos. No obstante, resulta llamativo el hecho de que la dirección no haya podido disminuir el activo financiero significativamente para aminorar el efecto adverso de la inflación o incrementar

pasivos. La gestión financiera de la empresa distó de ser la más adecuada, acorde al entorno importante y le reportó importantes pérdidas.

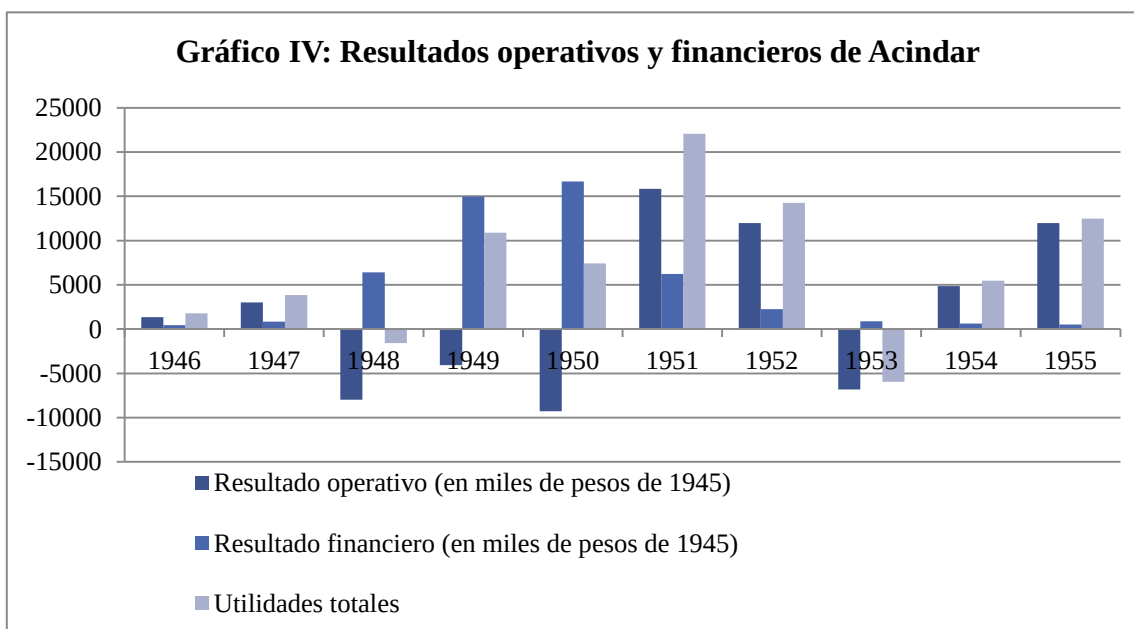


Fuente: elaboración propia en base a Balances, Reseñas y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

A diferencia de Alpargatas, Acindar pudo aprovechar mejor la expansión crediticia durante el Peronismo. La ratio de apalancamiento ya es evidencia concreta de este fenómeno. Por otro lado, la fuerte dispersión entre su resultado sobre activo y resultado sobre patrimonio neto indica que el impacto del financiamiento sobre sus resultados fue mayúsculo.

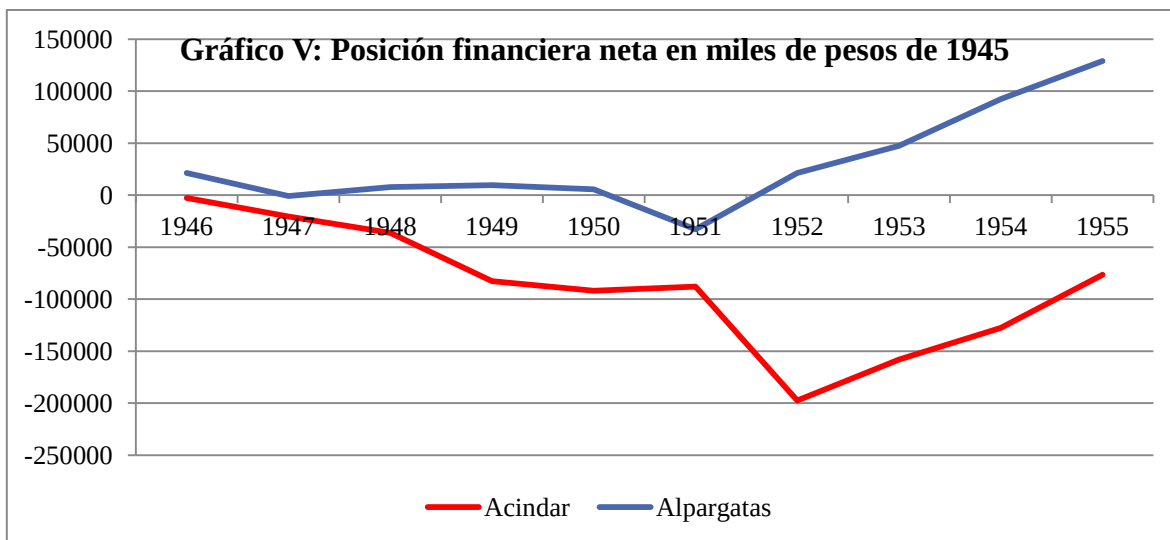
Los resultados desagregados de Acindar que se presentan en el gráfico IV, muestran claramente la magnitud del resultado financiero en relación con las utilidades totales de la empresa. La importancia de los mismos fue tal que explicó más de 70% de todas las utilidades realizadas por la empresa. El apalancamiento masivo de Acindar, a través del sistema bancario (especialmente de los debentures suscritos por el Banco de Crédito Industrial Argentino), pero también del crédito prendario, colocó a la empresa en una posición financiera neta ampliamente deudora y a tasas de interés nominales menores a 6%. Con tasas de inflación superiores a 30% entre 1948 y 1951, no es de sorprender que su pasivo se licuara velozmente. La estrategia seguida por Acindar contrasta fuertemente con la de Alpargatas, no sólo aumentó su exposición a las deudas, sino que mantuvo niveles

mínimos de activos financieros. Esos activos nunca pasaron 20% del total, situándose en promedio cerca de 10 por ciento.



Fuente: elaboración propia en base a Balances, Reseñas y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

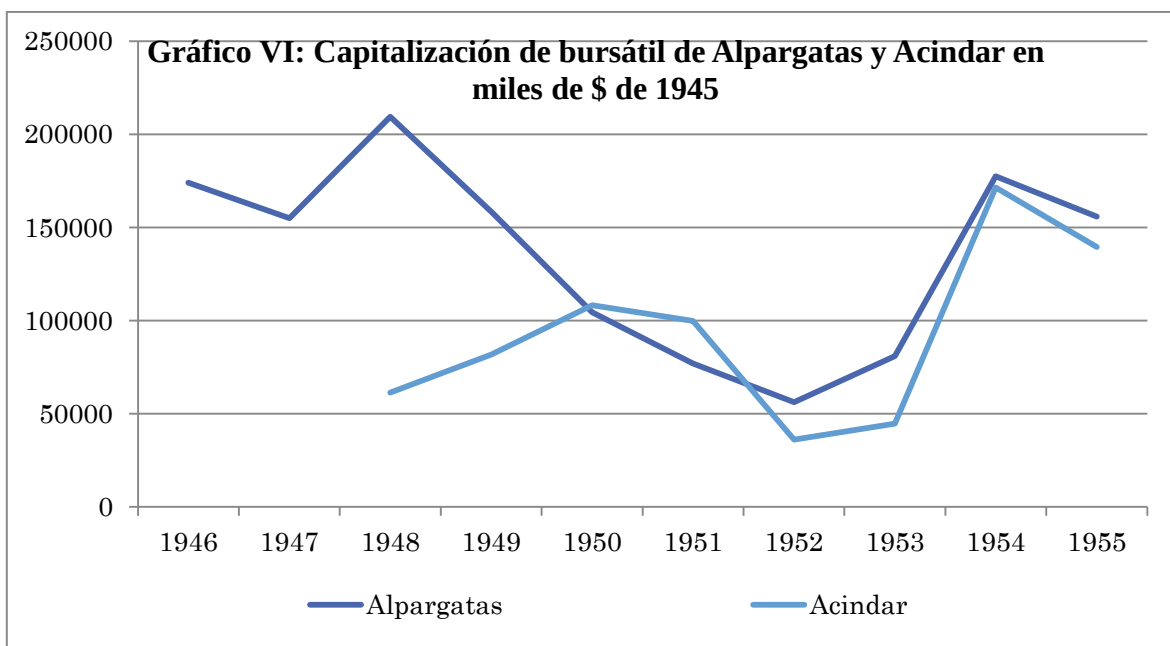
Si bien estos resultados por desvalorización de pasivos fueron muy importantes hasta 1951, a partir de 1952 y 1953 los resultados financieros comenzaron a disminuir. Incluso más, como se observa en el gráfico V, la posición financiera neta comenzó a tornarse menos negativa, en el caso de Acindar, y fuertemente positiva, en el caso de Alpargatas, luego de las medidas de restricción del crédito a la industria entre 1952 y 1953. Con ello, esta fuente de ganancias extraordinaria se vio fuertemente limitada.



Fuente: elaboración propia en base a Balances, Reseñas y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Las empresas en el mercado

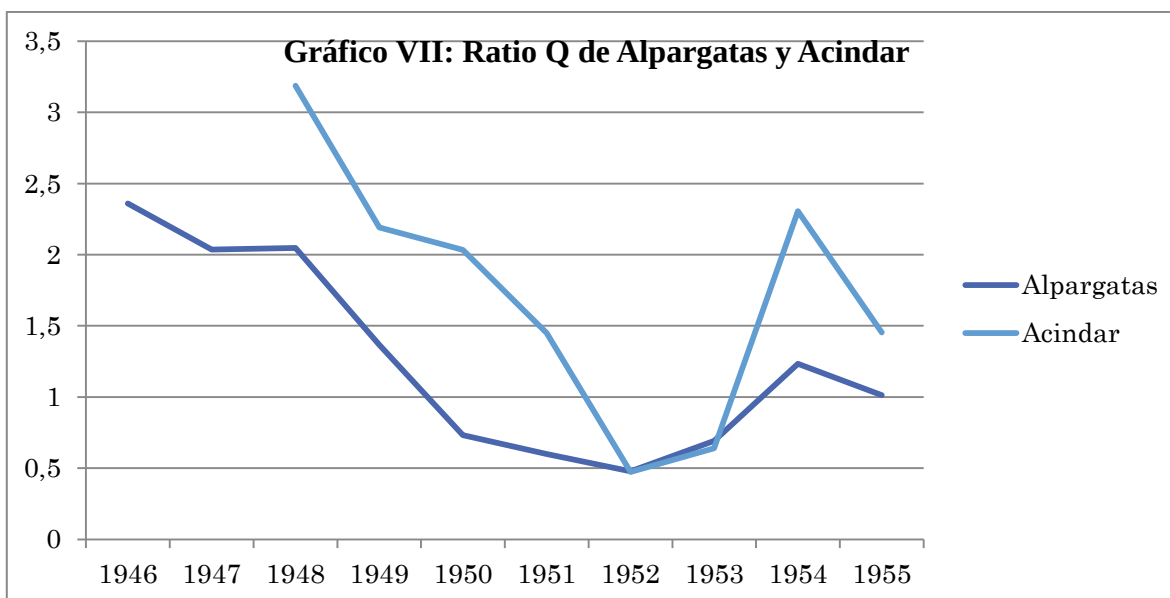
¿Cómo evaluó el mercado bursátil estos resultados económicos? Una primera aproximación al problema la tenemos a partir del estudio de la capitalización bursátil de las empresas. El gráfico VI exhibe los valores de mercado de Alpargatas y Acindar en pesos de 1945.



Fuente: elaboración propia en base a Balances, Reseñas y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Una vez más, volvemos a comprobar el rápido crecimiento de Acindar en relación a Alpargatas. En pocos años de trayectoria, la empresa, que comienza a cotizar en 1948 y que era muy pequeña en relación a Alpargatas, llega a igualar su valor de mercado. De 1950 en adelante, la valuación de ambas empresas fue prácticamente similar, fluctuando en función del ciclo económico y bursátil. Para completar el análisis, debemos ajustar estos valores en función del valor de libros de las empresas. Así, podremos controlar el valor de capitalización por el crecimiento patrimonial propio de la empresa, lo que permitirá aislar las fluctuaciones del mercado de la evolución propia de la compañía. Para ello presentaremos el ratio Q de ambas compañías, indicador que da cuenta del cociente entre la capitalización de la empresa y su valor de libros. Un valor superior a 1 refleja un interés en el mercado y posibilita a las empresas la recaudación de nuevos capitales. Un valor inferior a 1 apunta a una marcada apatía del mercado, ya sea por problemas generales de la plaza o específicos de la empresa. En el gráfico VII podemos observar estos indicadores para Alpargatas y Acindar.⁷³

⁷³ Los cálculos de ratio Q para Alpargatas presentados en este capítulo difieren de los presentados en el capítulo anterior, ya que fueron estimados a con metodologías diferentes. En el capítulo anterior, el ratio Q se calculó como la razón entre los valores corrientes de la capitalización bursátil y la suma de capital y reservas. En este capítulo, se ha re estimado el patrimonio neto de la empresa, llevándolo a moneda homogénea y deflactándolos a un año base, 1945. Lo mismo ha sido realizado con la capitalización de la empresa, que se ha calculado a precios de 1945. Por este motivo, el ratio Q aquí presentado es menor que el del capítulo previo, aunque sigue las mismas tendencias. Por otro lado, no juzgamos pertinente la realización de ajustes por inflación en el capítulo anterior, ya que el impacto de la inflación se centra únicamente en los últimos años del período, con lo que a pesar de ciertas distorsiones en los valores absolutos presentados, las tendencias generales y conclusiones del trabajo no se han visto muy afectadas. Para este capítulo en cambio, como estamos de lleno en un período inflacionario, se optó por realizar tales ajustes.



Fuente: elaboración propia en base a Balances, Reseñas y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Estos indicadores permiten un análisis más profundo que el simple estudio de las capitalizaciones individuales. En primer lugar, se hace bien clara la tendencia general a la baja del mercado que había sido descripta en el capítulo II del trabajo. La mera capitalización bursátil escondía el hecho de que las compañías siguieron creciendo durante el período, por lo que una expansión del valor de mercado, que es lo que vemos en el caso de Acindar, no necesariamente apunta a una mejora del mercado en sí o de mejores métricas de valuación. Por el contrario, el ratio Q de ambas empresas muestra la tendencia general a la caída en las cotizaciones, que fue especialmente fuerte en 1952 y 1953, durante el piso de la crisis, pero que con la reactivación posterior no recuperó los máximos previos. Por otro lado, esta caída en las valuaciones parece estar bastante relacionada con la disminución del retorno sobre patrimonio neto evidenciada anteriormente. Ninguna de las dos empresas recuperó luego de 1952 los elevados niveles de rentabilidad previos.

Pero esta caída en los niveles de rentabilidad y valuaciones bursátiles, no necesariamente parece haber ido acompañada por una disminución en igual sentido en la distribución de ganancias. A lo largo del período 1946 – 1955 Alpargatas distribuyó una media anual de 96 millones de pesos (constantes de 1960), cifra en línea con la del período 1935 - 1945 de 92 millones. Para Acindar en cambio no podemos hacer comparaciones, por iniciar su

actividad en 1942. De todos modos, la distribución de ganancias fue también elevada, alcanzando una media anual de 78 millones de pesos de 1960 entre 1946 y 1955. A diferencia de las empresas analizadas en el capítulo II, estas empresas parecen haber mantenido una política de dividendos bastante favorable a los inversores. No obstante, una caída en su rentabilidad ya se deja adivinar luego de 1952, lo que se evidencia en la disminución del retorno sobre patrimonio neto y en cierta retracción del dividendo abonado en 1953, 1954 y 1955. Aunque no podemos afirmar que se deba estrictamente a un cambio en la tendencia, debido a lo favorable de los años previos y lo escaso de recorte cronológico, para los años entre 1953 y 1955 ambas empresas disminuyeron la distribución de ganancias. Alpargatas, que había distribuido una media anual de 104 millones de pesos entre 1946 y 1952, pagó en promedio 78 millones entre 1953 y 1955. Acindar en cambio, casi no distribuyó ganancias. Entre 1953 y 1955 pagó a sus inversores una media anual cercana a 2,50 millones de pesos, contra una media anual para 1946 – 1952 superior a los 111 millones de pesos⁷⁴. De todos modos, esta disminución debe relativizarse, ya que bien podría haber estado explicada por la gran caída en los niveles de liquidez bancarias y del crédito al sector, no necesariamente respondiendo a un deterioro económico de las empresas. Así y todo, esto que bien podría pensarse transitorio en función del ajuste monetario del período, se convirtió en la norma posterior a 1952, nunca recuperándose los niveles de crédito bancarios, ni de distribución de ganancias, con lo que da para pensar si verdaderamente la crisis de 1952 no fue realmente el inicio (o profundización) de la tendencia de retroceso económico y financiero que se extendió incluso más allá del marco cronológico del presente trabajo.

Reflexiones finales

A lo largo del capítulo hemos podido comprobar el importante impacto de la reforma financiera de 1946 y la expansión del crédito bancario sobre la situación de dos empresas industriales. En primer lugar, se ha constatado una importante expansión del crédito. La reforma de 1946 fue efectiva en promover la distribución del crédito al sector industrial, que como vimos incrementó fuertemente sus inversiones entre 1946 y 1949. Por otro lado,

⁷⁴ Todos los valores son en pesos de 1960.

también se ha comprobado el importante aporte de la tasa de interés negativa a los resultados de las empresas, especialmente en los años de elevada inflación. Aunque el impacto de la expansión del crédito fue especialmente fuerte durante los primeros años y hasta 1949, con las medidas de ajuste emprendidas entre ese año y 1952 el crédito disponible para las empresas se redujo marcadamente. En este contexto, que a su vez se sumaba a una importante restricción externa y cierre de importaciones, las empresas analizadas redujeron fuertemente el ritmo de inversiones y evidenciaron algunos problemas de liquidez. Otro punto importante del análisis es que hemos podido comprobar trayectorias sectoriales divergentes en la asignación del crédito. Estos hallazgos, en cierta medida replican las tendencias de crecimiento del stock sectorial de la industria manufacturera, con lo que parecen haber sido patrones generales y no específicos de los casos analizados. Acindar, empresa representante del sector sidero – metalúrgico, recibió asistencia crediticia en proporciones muy superiores a Alpargatas. Sin duda, esta desigualdad se basó en los objetivos de política económica de promover al sector más moderno de la industria, vinculado a la industria pesada, y en este caso enmarcado en el Plan Siderúrgico. Por otro lado, esto permite suponer que la asistencia crediticia apuntó, al menos en los años donde el crédito fue abundante, a fomentar una sustitución de importaciones más compleja que la prevaleciente en los años previos.

Sobre los resultados económicos de las empresas, la investigación sugiere que los mismos se mantuvieron en niveles elevados hasta el impacto pleno de la crisis en 1952. Para el período 1946 – 1950, los retornos sobre patrimonio neto de ambas empresas fueron muy elevados, aunque sea por el aporte del crédito subsidiado, como muestra el caso de Acindar. A partir de 1950-1952, todo parece indicar cierto debilitamiento en la situación económica de las empresas, lo que se verifica parcialmente en una disminución de los dividendos distribuidos respecto a los años previos. No obstante, analizados en bloque, los años del Peronismo, no muestran una caída significativa en los niveles de utilidades y dividendos distribuidos por Acindar y Alpargatas. En este sentido, no hemos podido comprobar plenamente la hipótesis de Arnaudo (1975), que ya desde 1949 encuentra resultados económicos bastante adversos. Tampoco hemos podido hallar una caída marcada en la distribución de ganancias respecto a la década 1935 - 1945, como hemos visto en otras

empresas participantes del mercado bursátil en el capítulo II. Estas inconsistencias, bien pueden deberse a la falta de representatividad de las empresas estudiadas en este capítulo, o a que el proceso de declive no fue tan pronunciado como ciertos indicadores previos permitían suponer.

A pesar de no poder llegar a una conclusión acabada sobre el período, nos quedamos con un par de ideas para seguir avanzando en el análisis respecto al problema general de la investigación en el próximo capítulo. Aunque no hallamos una caída generalizada en el nivel de utilidades de las empresas, sí es verdad que estas detienen su expansión. Es decir, los niveles de rentabilidad del segundo gobierno Peronista, claramente no han sido superiores a los del primero, al contrario, parecen haber sido algo menores. Por otro lado, aunque los dividendos no caen en la magnitud que suponíamos, no es menos cierto que disminuyen algo luego de 1952. Es posible, que el Peronismo no haya sido un período tan adverso para las empresas participantes del mercado como esperábamos, no obstante, conjugando estos elementos aislados, podemos llegar a pensar que constituye el punto de quiebre de la trayectoria expansiva y el inicio de una mucho más adversa, que cobrará pleno vigor durante la década siguiente. Parte de esto lo hemos podido observar en la dependencia extrema del crédito subsidiado de Acindar. Sin el recurso a tasas negativas, sus resultados hubiesen sido muy inferiores y hasta pérdidas para varios años, lo que va en línea con lo que sostiene Arnaudo (1975). Esta dependencia extrema del sector industrial del crédito barato parece ser una norma del período que se inicia en 1946. En cierto modo, puede plantearse la hipótesis de que la crisis del sistema bancario y la restricción profunda del crédito en los años siguientes va a estar vinculado con las crecientes dificultades financieras, pero sobre todo económicas del sector industrial durante los años 1960. No obstante, estos todavía no son los problemas de la primera mitad de los años 1950.

La retracción de las valuaciones de las compañías, si bien puede apoyarse en estos indicadores relativamente adversos que repasamos, probablemente se explique más como una vuelta a niveles de normalidad, luego de la gran burbuja de 1946 – 1949 y restricciones en la liquidez del mercado, que como signo generalizado de una disminución en las ganancias de las empresas. A pesar de cierto deterioro en este frente, todo parece indicar

que para fines del gobierno Peronista todavía cabían expectativas favorables sobre una resolución satisfactoria de la situación económica de las compañías y un retorno a cierta prosperidad una vez superados los aspectos más desafiantes del período: el acceso a bienes de capital e insumos importados y ciertos problemas de liquidez, especialmente luego de 1952. Si bien el primer punto tuvo una solución relativamente favorable, y permitió un nuevo ciclo de expansión económica, no significó una mejora directa en la situación económica de las empresas, que por el contrario, continuó degradándose.

Capítulo V: Mercado, empresas y rentabilidad durante la década de 1960

Introducción

El capítulo II del trabajo ha presentado los principales indicadores de la evolución bursátil entre las décadas de 1930 y 1960. Hemos podido comprobar que entre la década de 1930 y fines de la década siguiente, la negociación en acciones en el recinto bursátil creció fuertemente, permitiendo a los inversores la realización de importantes ganancias. Luego, con la desaceleración de la economía durante la década de 1950, la negociación en acciones se retrajo en cierta medida, pero volvió a aumentar con fuerza hacia fines de la misma e inicios de los años 1960. En este contexto, aunque los inversores no pudieron mantener las elevadas ganancias del período previo, tampoco soportaron pérdidas muy elevadas. Pero este escenario se modificó veloz y dramáticamente luego de 1960. En pocos años entre 1961 y 1969, la actividad bursátil virtualmente desapareció, lo que representó para los inversores pérdidas de hasta el 75% de su capital. Existen numerosas interpretaciones de este proceso, muchas de las cuales han sido presentadas y discutido en el estado de la cuestión y el capítulo II. No obstante, la evidencia reunida sugiere que existe una estrecha relación entre la capitalización bursátil y la distribución de ganancias de las empresas. Aunque esta relación parece obvia, no ha recibido suficiente atención en la literatura previa, que a pesar de haberla reconocido, ha preferido focalizarse en problemas de índole institucional e inflacionarios.⁷⁵

Retomando el problema de la dinámica empresarial y bursátil arriba recortado, el capítulo III ha presentado la evolución de la empresa Alpargatas entre las décadas de 1920 y fines de 1940. Al menos para el caso de Alpargatas, se ha probado que la mejora en la cotización de sus papeles se vincula directamente con la mejora de su rentabilidad, el crecimiento de su patrimonio neto y el aumento en la distribución de ganancias. Esta evidencia invita a pensar que un fenómeno similar podría explicar la mejora generalizada de la actividad bursátil, que respondería principalmente a una mejora en la situación de las empresas y de

⁷⁵ Por ejemplo, CEMLA (1968a), Noya (1970), Berardi (1974), Streb (1998), Padros de la Escosura & Villarroya (2004) y Corso (2015).

la economía en general (o al menos del sector manufacturero, sector predominantemente representado en el mercado bursátil luego de 1940).

El capítulo IV ha profundizado en el estudio de dos empresas durante un período crucial en lo relativo a la trayectoria bursátil, que fue el primer Peronismo. Por un lado, el primer gobierno Peronista marcó el punto máximo de cotizaciones bursátiles, lo que implica que a su vez fue el punto de partida de la trayectoria descendente posterior. Por otro lado, diversas investigaciones han señalado la crisis de 1949 como una bisagra entre un ciclo de dinamismo empresarial (al menos industrial) que habría abarcado desde mediados o fines de los años 1930 hasta la crisis de 1949 y el inicio de un período más aletargado, que se extendería al menos durante la década de 1950.⁷⁶ El estudio de los casos de Acindar y Alpargatas ha probado que las empresas continuaron obteniendo a lo largo del período importantes ganancias, aunque luego de 1950 fueron sensiblemente menores a las de los años previos. A partir de 1950, el nivel de las utilidades comenzó a reducirse respecto a los máximos de mediados de la década de 1940. En este sentido, los resultados económicos de las empresas parecen haber ido en la misma dirección que las cotizaciones y la distribución de dividendos. No obstante, la principal novedad del período es la irrupción del crédito subsidiado como componente de los resultados de las empresas, fenómeno que se evidencia sobre todo en el caso de Acindar. Así, aunque el resultado final de las empresas se mantuvo más o menos estable, cierta evidencia permite suponer que esto fue posible principalmente por el acceso al crédito barato, y de no haber mediado el mismo, los resultados hubiesen sido más adversos, fenómeno previamente señalado por Arnaudo (1975).⁷⁷

Para la década de 1960 tenemos en cambio menos certezas. Aunque sabemos que las cotizaciones bursátiles disminuyeron fuertemente y el reparto de ganancias prácticamente desapareció, no existe consenso respecto a la situación económica de las empresas. Surgen

⁷⁶ Elías (1969) pone de manifiesto una retracción en el stock de capital fijo del sector manufacturero entre 1950 y 1955, mientras que Arnaudo (1975) señala que luego de 1946 y especialmente de 1949 la rentabilidad del sector industrial desciende fuertemente. Asimismo, la crisis de 1949 es comprendida por la literatura como un punto de inflexión en la trayectoria económica Peronista. Al respecto ver Díaz Alejandro (1975), Gerchunoff & Llach (1998), Cortes Conde (2002), Rougier (2012).

⁷⁷ Para un análisis en profundidad de esta dinámica, remitimos al lector al capítulo III de la tesis. Sobre la reforma financiera de 1946 pueden consultarse Olarra Jiménez (1968), Rougier (2007), Barbagallo & Rougier (2017), Rougier & Sember (2018).

sobre este punto varios interrogantes ¿Podrían haber marchado escindidas las esferas financieras y reales de la economía? ¿Podrían existir empresas pujantes en un contexto de mercado deterioro financiero? ¿Podrían estar realizando pingües ganancias las empresas, pero reteniendo las mismas en lugar de distribuirlas a sus accionistas? La respuesta es que no lo sabemos. Como ya señalamos en el estado de la cuestión, no existe consenso en los trabajos previos respecto a la situación de las empresas durante la década. Si bien algunos trabajos como los de Martineja *et al.* (1967), FIEL (1971), Arnaudo (1975) y Rougier (2009) apoyan la idea de un mercado deterioro económico y financiero, existen otros como Petrei (1973) y Guerberooff (1977) que presentan conclusiones más optimistas. Para complejizar más aún el panorama, debe tenerse en cuenta que entre 1964 y 1974 el sector manufacturero local experimentó un marcado aumento en los niveles de producción y productividad, lo que fue acompañado de una importante mejora en el salario real⁷⁸. Asimismo, hacia fines de la década de 1960 diversas empresas manufactureras comenzaron a exportar y se dieron importantes avances en ramas industriales complejas, como la siderurgia, la química, la automotriz y la electrónica⁷⁹.

Habida cuenta de la multiplicidad de interpretaciones y evidencia contrapuesta, resulta relevante indagar en la situación de las empresas durante la década de 1960, especialmente en virtud de la gran caída de sus cotizaciones en el mercado. La investigación sugiere que, al igual en los períodos previos, las cotizaciones siguieron los movimientos del dividendo, y que este a su vez, fluctuó en relación a la rentabilidad de las empresas. Las conclusiones presentadas a continuación se hallan en línea con las de Martineja *et al.* (1967) y Arnaudo (1975): un conjunto representativo de empresas industriales no sólo no repartió ganancias a lo largo de la década, sino que también redujo su patrimonio neto, lo que estaría dando a entender que registraron pérdidas o ganancias muy bajas.

El capítulo se estructura del siguiente modo. El primer apartado hace un repaso por algunos de los trabajos reseñados en el estado de la cuestión sobre rentabilidad empresarial en la década de 1960. La siguiente sección brinda una primera aproximación a la situación de las

⁷⁸ Sobre estos temas ver Gerchunoff & Llach (1975), Heymann (1980) e Iñigo Carrera (2007).

⁷⁹ Schvarzer (1996).

empresas estudiando la relación entre ganancias, dividendos y valuación bursátil. Luego, se presentan estimaciones de rentabilidad para este grupo de empresas. Por último, introducimos nuestras reflexiones finales, donde tratamos de integrar los resultados de nuestra investigación en el contexto de los trabajos previos y el entorno económico general de la década.

Para la elaboración de series de utilidades y dividendos hemos utilizado la misma canasta de empresas a la que referimos en el capítulo II. Para profundizar el estudio de algunos problemas específicos de valuación y rentabilidad se ha tomado una muestra más pequeña, que incluye a las empresas Acindar, Alpargatas, Bagley, Celulosa y Terrabusi, de las que se presentan diversos indicadores de valuación y capitalización. Por último, se ha procedido a realizar una estimación de la rentabilidad de estas empresas. En todos los casos, se ha trabajado a partir de información publicada en los Estados Contables respectivos a cada compañía aparecidos en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Ocasionalmente haremos referencia a otros trabajos, los que indicaremos oportunamente.

Rentabilidad empresarial durante los años 1960

¿Qué sabemos sobre la rentabilidad de las empresas argentinas durante la década de 1960? Como presentamos en el estado de la cuestión, un primer grupo de trabajos ha elaborado diversos indicadores de rentabilidad global del capital o para sectores específicos de la economía a partir del trabajo con información proveniente de cuentas nacionales. Sobre este grupo no profundizaremos ya que los resultados de sus trabajos en general captan una dimensión macro, que escapa a los fines micro del análisis propuesto. A nosotros nos interesa más conocer la rentabilidad del capital desde la óptica del empresario, que la productividad (o rendimiento) del capital a nivel social o agregado, que es general a lo que tienden este tipo de estudios. Por otro lado, consideramos que tienen varios puntos débiles a nivel metodológico ya que parten de información de dudosa calidad. Los problemas sobre la construcción de series referentes a inversión y capital fijo han sido claramente expuestos

en Sourrouille (1978), mientras que Randall (1976) ha señalado la variabilidad en las estimaciones de producto industrial.

Otro conjunto de trabajos ha realizado estimaciones sobre la rentabilidad del sector industrial en base al estudio de estados contables. Aunque *a priori* resultan más sólidos a nivel metodológico, ya que se conoce un poco mejor la metodología y pormenores de construcción de estas fuentes, estos trabajos no están exentos de problemas. En este punto, el principal obstáculo radica en la distorsión que produce la inflación sobre la valuación de los activos fijos y las cuentas de resultados. En un contexto inflacionario, como el de la Argentina de la segunda mitad del siglo XX, la información contenida en los balances, sin llegar a ser falsa, se halla fuertemente corrompida y debe ser sujeta a diversas correcciones para su mejor interpretación. La inflación introduce varios problemas en los estados contables. En primer lugar, reduce el valor de los activos fijos, que se hallan valuados a costos de origen, el cual paulatinamente se diferencia del valor de reposición o de mercado. En segundo lugar, distorsiona el cálculo de las cuentas de resultados, ya que las amortizaciones de los bienes de uso se calculan a costo histórico. En tercer lugar, subestima el costo de las mercancías vendidas, ya que los inventarios son valuados también a costos históricos (en general las empresas utilizaban el método FIFO, y recién a fines de la década algunas pasan a LIFO, a fin de subsanar este inconveniente). Estos efectos, dan lugar a una sobre estimación de la ganancia y sub estimación del activo. Por otro lado, la exposición a la inflación, al margen de estos efectos contables, puede generar beneficios (pérdidas) debidos a la desvalorización de pasivos (activos) financieros, con lo que las empresas obtienen un resultado adicional por exposición a la inflación, que no figura en sus cuentas de resultados, pero debe tenerse en cuenta.⁸⁰

A continuación repasaremos los trabajos más representativos que han partido del análisis de estados contables: Guerberooff (1977), Petrei (1973), Arnaudo (1975), Marteneja *et al.* (1967) y Schvarzer (1980), de quien sólo referiremos la metodología, ya que cubre una

⁸⁰ Una exposición detallada de los problemas introducidos por la inflación puede verse en los trabajos de Marteneja *et al.* (1967) y Arnaudo (1975). El objetivo explícito de estos trabajos es dar cuenta del impacto de la inflación sobre la economía de la empresa.

cronología diferente⁸¹. Todos ellos han tenido en cuenta los obstáculos que implica el trabajo con estados contables y han utilizado metodologías más o menos similares para subsanar estos inconvenientes, principalmente en lo referente a la re estimación del activo, aunque con resultados muy dispares. Metodológicamente, estos estudios han iniciado el desarrollo con la re estimación del valor del activo fijo, pasando de los valores de origen a los valores de mercado. Para ello, han seguido el método de inventario permanente, computando altas y bajas, recalculando las amortizaciones y luego deflactando los valores para expresarlos en valores constantes. En general sobre este punto los trabajos presentan bastante acuerdo metodológico. La divergencia metodológica surge en los pasos posteriores. Arnaudo (1975) y Schvarzer (1980) han optado por seguir un criterio de caja. Ellos definen la ganancia de la empresa como la variación del patrimonio en un período dado, ajustado por las transacciones con sus accionistas. Así, la ganancia de un período es igual a la variación del patrimonio durante el mismo más el flujo de efectivo con sus accionistas (y eventualmente directorio).⁸² En cambio, Martineja *et al.* (1967), Petrei (1973) y Guerberoff (1977) han optado por ajustar cada una de las cuentas de resultados y reconstruir los balances. Esto implica no solo re estimar las amortizaciones, sino el costo de las mercancías vendidas, y el resultado por exposición a la inflación. Aunque a priori este último enfoque parece brindar más información, suma demasiada complejidad a los cálculos, lo que termina nuevamente tornando poco confiables sus resultados⁸³. Por otro lado, el re cálculo individual de las cuentas de resultado requiere muchas veces de información que no está disponible en los estados contables, y se enfrenta al problema de que muchas empresas poseen participaciones cruzadas en otras compañías, lo que agrega un nuevo nivel de dificultad.

⁸¹ Varios criterios se siguieron para realizar este recorte entre la multiplicidad de trabajos existentes. En primer lugar, se descartó analizar en esta sección los trabajos que parten de información macro por los motivos antes referenciados. Sobre los trabajos escogidos, se procuró que estuviesen representadas las principales puntos de vista, pero sin generar una superposición innecesaria de conclusiones redundantes. Asimismo, los trabajos referidos cubren la mayor parte de las variantes metodológicas existentes. Por otro lado, estos trabajos son algunos de los principales referentes en la discusión (particularmente Guerberoff y Petrei). El trabajo de Schvarzer será referido en función de sus aportes metodológicos, pero lamentablemente sus cálculos no abordan el período bajo estudio, sino que abarcan la década de 1970. Para un análisis más detallado remitimos al lector al estado de la cuestión de la tesis.

⁸² Posteriormente Arnaudo complejizó su estudio desglosando de esta ganancia global el resultado por exposición a la inflación del resultado operativo.

⁸³ Justamente esta es la crítica que le realiza De Pablo (1975) a Petrei.

En función de estas variaciones en la metodología, cada investigación ha llegado a conclusiones diversas, muchas de ellas enfrentadas entre sí. El trabajo de Guerberoﬀ (1977) presenta el panorama más optimista respecto a la trayectoria económica de las empresas locales. Su investigación se centra en el estudio de la rentabilidad del sector de grandes empresas industriales “estables” entre 1949 y 1967. Según su definición, este grupo “(...) incluye actividades como las productoras de alimentos, bebidas, textiles, indumentaria, algunos productos químicos -como jabones, pinturas, gases comprimidos, productos farmacéuticos- materiales de construcción y ciertos artículos de consumo durable” (Guerberoﬀ, 1977:468). Sus resultados son segmentados en base a dos períodos, 1946 – 1955 y 1956 – 1967 y por propiedad del capital entre nacional y extranjero.

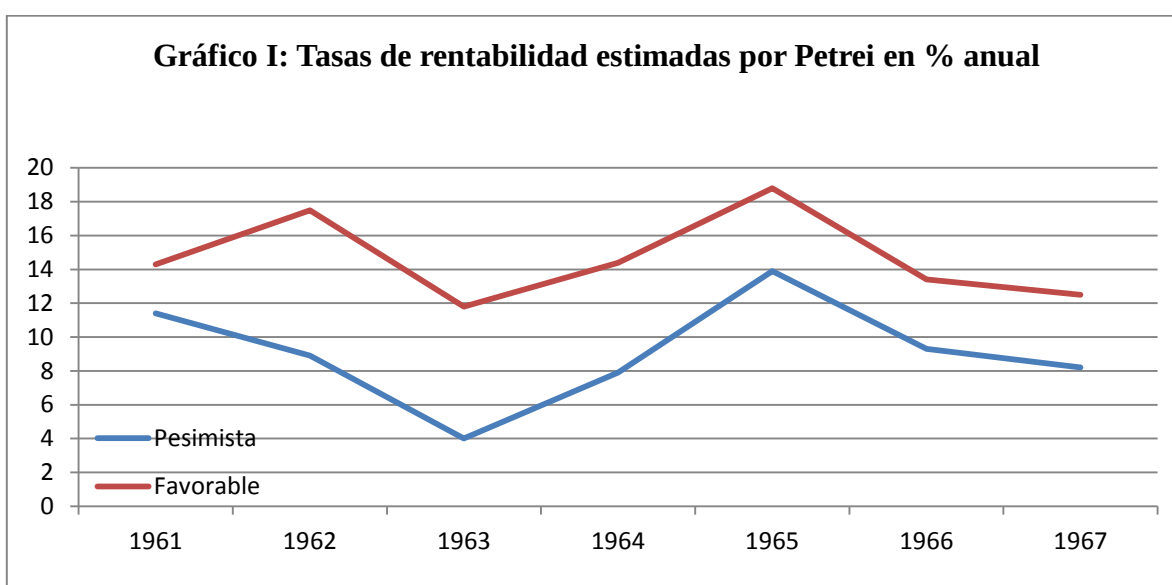
Tabla I: Tasas de rentabilidad estimadas por Guerberoﬀ en % anual desagregadas por propiedad del capital

	Sobre capital propio		Sobre activo	
	Nacionales	Extranjeras	Nacionales	Extranjeras
Promedio anual 1949 – 1955	3,4	4,8	2,2	2,1
Promedio anual 1956 – 1967	4,9	9,4	3,2	6,4

Fuente: Guerberoﬀ (1977)

Básicamente en las conclusiones refiere a cuatro fenómenos. Uno más general, que es la mejora de la rentabilidad entre el primer período (1946-1955) y el segundo (1956-1967), la que atribuye principalmente a la irrupción del capital extranjero con mayores escalas y niveles de productividad (aunque el capital local también mejora su rentabilidad). Otro fenómeno refiere al incremento en los niveles de apalancamiento de los recursos propios e incremento del crédito bancario entre los dos períodos. Un tercer fenómeno que señala Guerberoﬀ es el acceso diferenciado al crédito bancario entre capitales locales y extranjeros, siendo más favorecidos estos últimos. El cuarto fenómeno señala a la importancia creciente del crédito subsidiado como proporción total de los resultados de las empresas, lo que beneficia principalmente al capital extranjero, aunque no presenta estimaciones concretas de este aporte.

Petrei (1973) también presenta un escenario optimista de la rentabilidad del sector industrial en la Argentina durante la década de 1960. No obstante, su trabajo no sólo incluye el estudio de empresas y sectores “estables” de antiguo establecimiento, sino que elabora una muestra de 591 empresas que representa a casi todo el sector manufacturero. A pesar de la diferencia en la composición de la muestra, no llega a resultados muy distintos a los de Guerberoﬀ. Aunque realiza un análisis de sensibilidad aplicando diversos criterios de valuación del activo ﬁjo y depreciación, presenta niveles mínimos y máximos de rentabilidad bastante elevados.

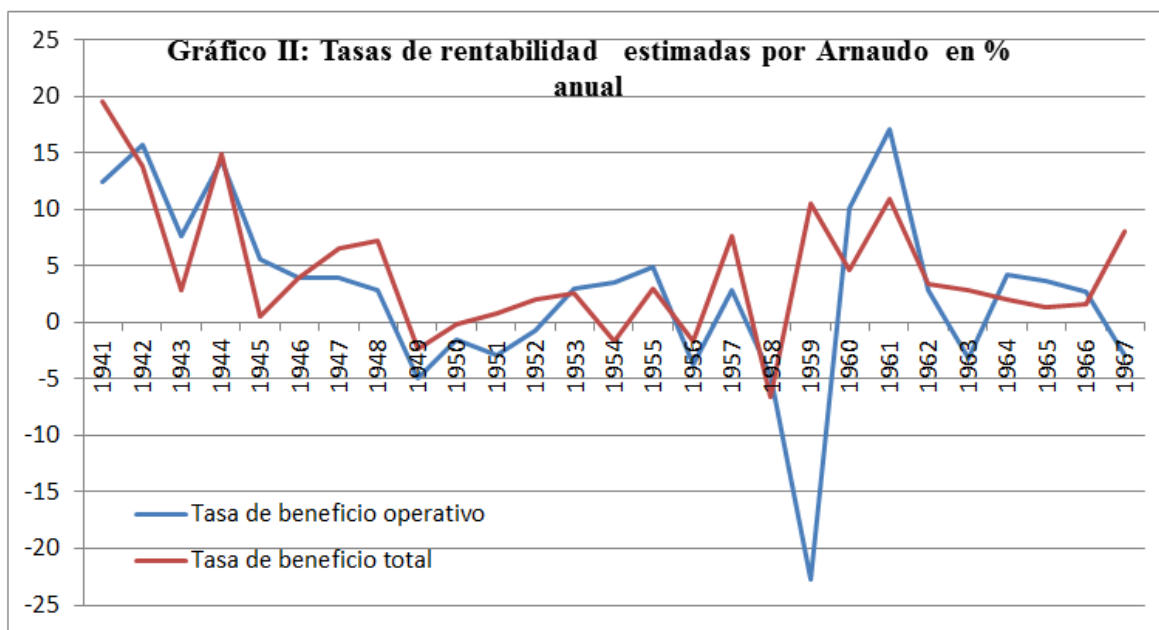


Fuente: Peteri (1973)

Nótese que las series presentadas siguen ajustadamente el ciclo económico, lo que las torna verosímiles, pero fluctúan dentro de un rango muy elevado, varios puntos por encima de las estimaciones optimistas de Guerberoﬀ. Según Petrei, durante la década de 1960, la rentabilidad del sector industrial fluctuó entre mínimos del 4 y 12% anual en 1963 y máximos del 14 y 18% anual en 1965. No obstante, estos números favorables han sido criticados por De Pablo (1975), que ha señalado errores en la metodología de cálculo de las cuentas de resultados. Según De Pablo, Petrei habría subestimado el costo de las mercancías vendidas, ya que valuó los inventarios al costo de origen y no de reposición. Así, este pequeño desfase en el cálculo del margen bruto, sería la causa de las importantes

ganancias que el trabajo de Petrei presenta. Corregidos estos desfases, De Pablo señala que la rentabilidad de las empresas estudiadas hubiese sido nula o muy baja.

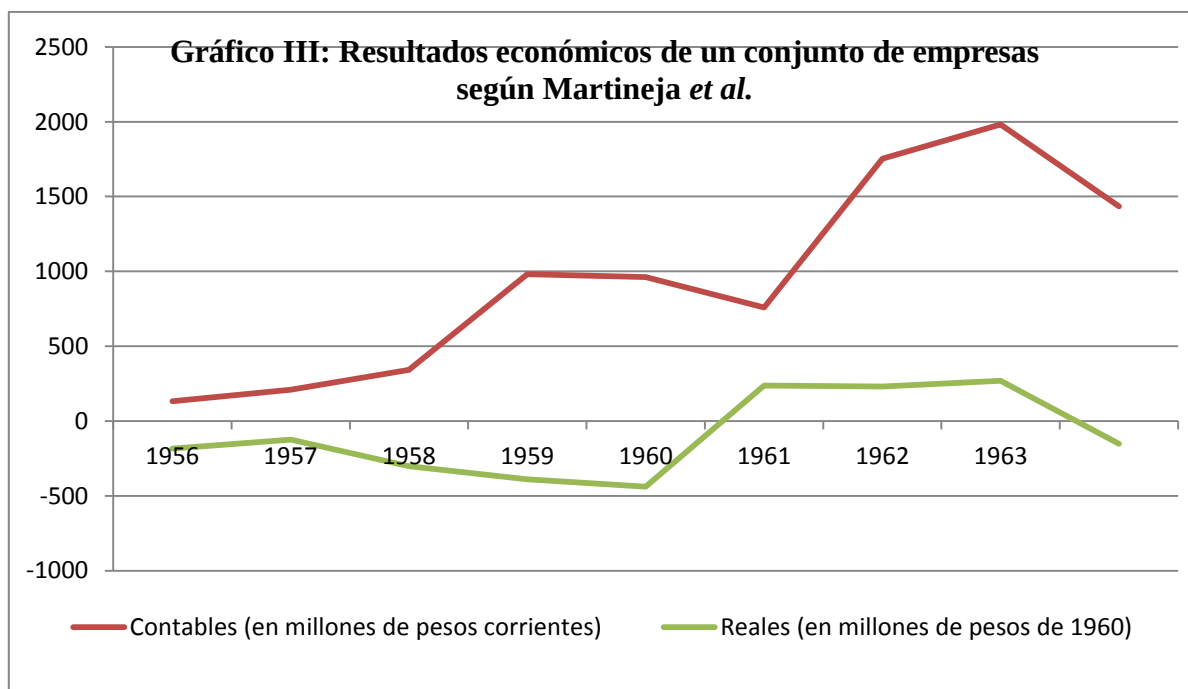
Arnaudo (1975) se diferencia de estos trabajos presentando un escenario más adverso. Ha estudiado la rentabilidad del sector industrial maduro, que define como un conjunto de grandes empresas consolidadas, compuesta principalmente por el sector textil y alimenticio entre los años 1940 y 1967. Por su recorte cronológico y la composición de su muestra, su trabajo es comparable con el de Guerberoﬀ, aunque tanto la metodología, como los resultados difieren. Según Arnaudo, entre 1940 y 1945 el sector industrial registró tasas de beneficios elevadas, pero entre 1946 y 1949 estas comenzaron a descender, para seguir luego una trayectoria lateralizada en niveles bajos hasta el fin del período analizado. De forma contraria a Guerberoﬀ, Arnaudo sostiene que la rentabilidad del sector industrial no registró variaciones importantes durante el período 1956 – 1967, respecto a la década previa 1946 – 1955, y en cambio fue muy inferior a los máximos de la década de 1940. Pero sus conclusiones van más lejos. Arnaudo sostiene que de no haber mediado el acceso al crédito subsidiado, para muchos años luego de 1950 las empresas analizadas hubiesen obtenido pérdidas. Es decir, resultados operativos bajos, o hasta negativos, habrían sido compensados con resultados financieros (mediante licuación de pasivos) positivos.



Fuente: Arnaudo (1975)

El gráfico II presenta las series de tasa de beneficio operativo y tasa de beneficio total estimadas por Arnaudo. El primer cálculo, incluye en el numerador la totalidad de las ganancias generadas por la empresa (lo que incluye también la carga de intereses abonadas) y en el denominador la totalidad de los activos empleados por la empresa. Este cálculo se aproxima a la capacidad de la empresa de generar ganancias, al margen de cómo financia su funcionamiento. En cambio, la tasa de beneficio total, busca aproximar la ganancia realmente apropiada por el empresario, en función del capital propio aportado. En el numerador incluye la ganancia de la empresa, pero en el denominador sólo tiene en cuenta el patrimonio neto. Naturalmente, estas dos tasas van a variar en función del costo del endeudamiento y el rendimiento generado por los activos. Ello explica la brecha entre ambas series. Lo que llama la atención de los cálculos de Arnaudo es que las empresas, a pesar de registrar recurrentes pérdidas operativas de 1950 en adelante (es decir, el empleo de sus activos no genera ganancia alguna), obtienen beneficios totales positivos. Arnaudo explica que esto se debería a la licuación de pasivos y el acceso a crédito bancario subsidiado, fenómeno que ha sido analizado en profundidad en el capítulo IV. El trabajo de Arnaudo pone de manifiesto que esta dinámica, lejos de haber sido una particularidad del Peronismo, se convirtió en un fenómeno estructural en el funcionamiento del sector industrial Argentino, y probablemente en uno de sus principales pilares.

El trabajo de Martineja *et al.* (1967) plantea un escenario incluso más pesimista que el de Arnaudo. Según sus cálculos, una muestra de empresas manufactureras obtuvo pérdidas en seis de los nueve años analizados entre 1956 y 1964, centradas principalmente entre 1956 y 1960.



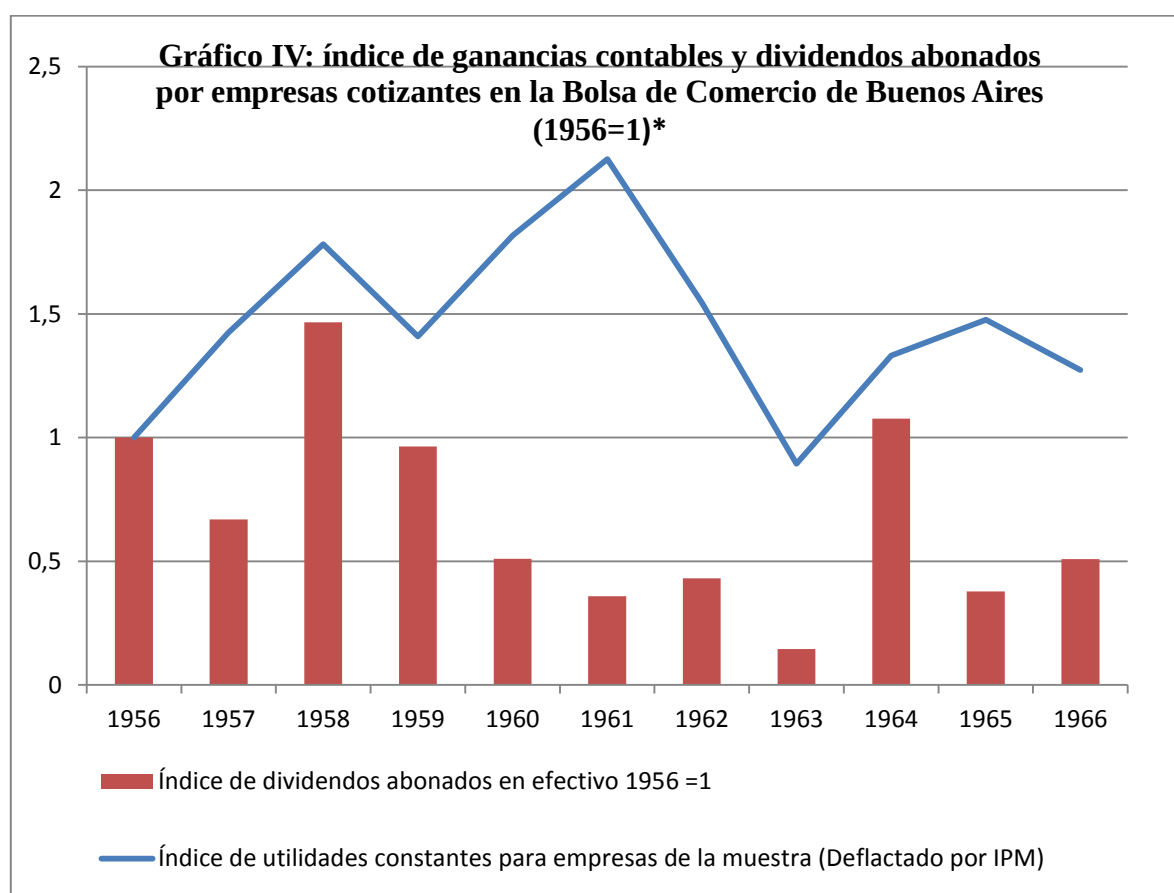
Fuente: Martineja *et al.* (1967)

Asimismo, este trabajo pone de manifiesto las distorsiones introducidas por la inflación en los estados contables. En el gráfico III pueden verse los resultados contables y los re-estimados. Como se observa, existe una fuerte divergencia entre ambas cifras. Para los investigadores, un problema adicional derivado de esta situación radica en que las empresas debieron tributar sobre estas ganancias ficticias, deprimiendo sus magras ganancias o per aún, amplificando sus quebrantos.

Un grupo de empresas en el mercado

Los trabajos referidos previamente no hacen más que agregar confusión al análisis. Por el momento, no podemos más que señalar que aquellos más coherentes con la trayectoria descendente del mercado de valores son los que apuntan a una caída en la rentabilidad empresarial, no obstante, no contamos con base empírica para expresarnos de un modo u otro. A continuación presentaremos nueva evidencia que nos permitirá, si no resolver el problema más general de la rentabilidad en la Argentina, al menos esclarecer lo que sucedía con las empresas cotizantes en el mercado de valores.

Un primer modo de aproximarse a este problema es a través del estudio de las empresas que componen el índice de cotizaciones bursátiles presentado en el capítulo II. Para ello, se ha elaborado un índice de utilidades contables y de dividendos distribuidos en base a la información contenida en los estados contables, notas, y anexos respectivos publicados en el Boletín Semanal de la BCBA. Las empresas contenidas en esta muestra son las de mayor movimiento en el mercado (con excepción de los bancos) y las de mayor capital. Por ello, no es ilógico suponer que sean también las de mejores resultados económicos.⁸⁴ El gráfico IV presenta el índice de utilidades y dividendos construido.



*Valores reales deflactados por IPC.

Elaboración propia en base a la canasta de empresas que componen el índice bursátil presentado en el capítulo II. Datos obtenidos del Boletín semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

⁸⁴ Esta muestra está integrada por Acindar, Alpargatas, Astra, Campomar, Celulosa, El Globo, Gral. Fabril Financiera, Hurlingham Fábrica de Vidrios y Opalinas, Importadora y Exportadora de la Patagonia, Ingenio y Refinería S.M. del Tabacal, Industrias Kaiser, Ledesma, Magnasco, Molinos Río de la Plata, Papelera Argentina (luego de 1965 fusionada con Celulosa), Protto, Rycsa, Salvo, San Pablo y Santa Rosa.

Como se precia en el gráfico IV, no es posible hallar una tendencia clara en la trayectoria de las ganancias contables, que parecen seguir bastante estrechamente el ciclo económico. Por el lado de los dividendos en cambio, la tendencia es fuertemente descendente. El monto promedio de dividendos abonados entre 1961 y 1966 es casi la mitad de lo abonado entre 1956 y 1960. Este fenómeno es más pronunciado si se amplía el horizonte de análisis: los dividendos abonados entre 1961 y 1966 apenas el 10% de los abonados entre 1935 y 1940.⁸⁵ Alpargatas, por ejemplo, repartió entre 1935 y 1945 un promedio anual de 92 millones de pesos, mientras que entre 1961 y 1966 repartió un promedio anual de 20 millones de pesos. Si en cambio contemplamos el período 1960 - 1969, el promedio anual aumenta, debido a cierta mejora en la distribución de ganancias a fines de la década, llegando a los 41 millones de pesos⁸⁶. Aunque Alpargatas recortó fuertemente la distribución de ganancias, parece no haber sido un caso extremo: muchas empresas suspendieron directamente el reparto de ganancias, y la distribución media de ganancias del mercado se situó en el 0,64% del valor de mercado.⁸⁷ Acindar experimenta una trayectoria similar. Entre 1946 y 1955 distribuyó ganancias en un promedio anual de casi 79 millones de pesos de 1960. Durante la década de 1960, la distribución de ganancias fue mínima, con unos escasos 22 millones de pesos distribuidos en toda la década.

Así planteada, esta evidencia no sugiere más que una trayectoria divergente entre las ganancias (contables al menos) de las empresas, y el reparto de las mismas. Esto, no necesariamente es un indicador negativo sobre el desempeño de las compañías. De hecho, la retención de ganancias es una práctica común en empresas de rápido crecimiento, fenómeno muy difundido entre las empresas tecnológicas en la actualidad. En estos casos, la retención de utilidades es utilizada como una estrategia para garantizar financiamiento al margen del mercado. Aunque esto deriva en menores niveles de apalancamiento, y probablemente en mayores costos del capital, también brinda a la dirección mayor discrecionalidad en el manejo de sus inversiones, por lo que muchas veces es preferida. No obstante, hay evidencia que sugiere que este pudo no haber sido el caso entre las empresas

⁸⁵ Estas estimaciones son las presentadas en el capítulo II. Para detalles sobre las mismas, referimos al capítulo indicado.

⁸⁶ En moneda constante de 1960.

⁸⁷ Nos remitimos a las cifras presentadas en el capítulo II.

locales. En primer lugar, el análisis de la trayectoria de Alpargatas en el largo plazo, y de Acindar durante el Peronismo, sugiere que las grandes empresas han tendido, siempre que fue posible, a tomar recursos del mercado y evitar la reinversión directa de utilidades.⁸⁸ En segundo lugar, Guerberooff (1977) señala un incremento en los niveles de apalancamiento entre la década de 1960 y el período previo. Por otro lado, comparativas internacionales han situado a las empresas Argentinas como las más abiertas al financiamiento externo, y de mayores niveles de apalancamiento de los recursos. A mediados de la década de 1950 las fuentes internas explicaban una proporción del activo similar a las principales economías, como los Estados Unidos, Alemania y Gran Bretaña (Monti, 1971). La tabla II muestra los resultados de un estudio citado por la Comisión Nacional de Valores (1971), donde presenta cifras para la década de 1960 que demuestran que las empresas argentinas habían incrementado las fuentes externas de financiación, llegando a mediados de la década, a representar una proporción mayor que en los países antes mencionados. De todos modos, debe tenerse en cuenta que no podemos realizar una comparación directa entre estas estimaciones, ya que parten de metodologías y muestras diferentes. No obstante, lo que están dando a entender es que las empresas están logrando acceder a fuentes externas de financiación en proporciones comparables al resto del mundo, con lo que no habría aquí una particularidad local y la reinversión de utilidades no habría sido mayor que en décadas anteriores.

Tabla II: Financiación propia de las empresas como % sobre el activo por países.

País	Año	%
Estados Unidos	1965	60,8
Gran Bretaña	1965	59,9
Francia	1964	48,4
Alemania	1965	46
Italia	1964	43,3
Brasil	1960/1961	43,2
Argentina	1965	42
Japón	1965	23

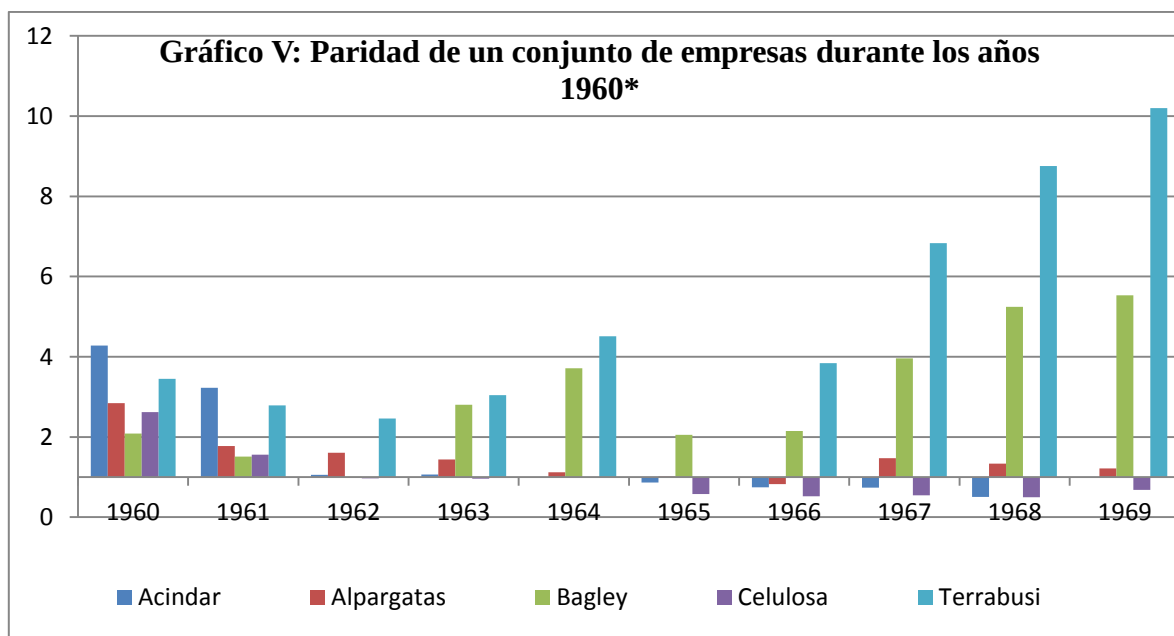
Fuente: Comisión Nacional de Valores (1971).

⁸⁸ Sobre estos aspectos referimos a los capítulos III y IV, donde se abordaron estos problemas.

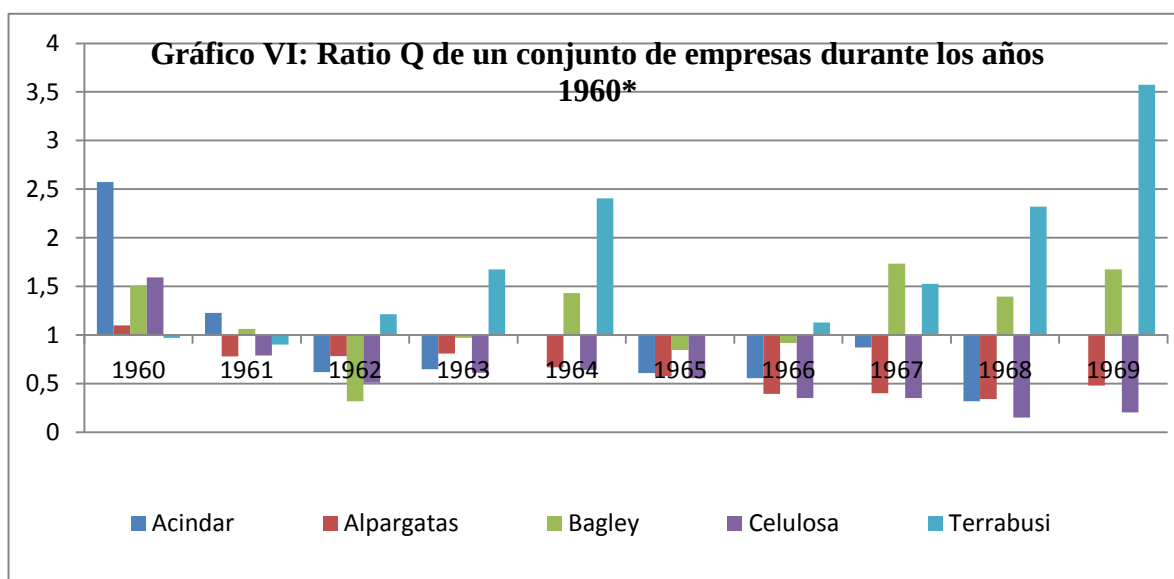
Aunque no puede descartarse de plano que las empresas estudiadas estuviesen reteniendo ganancias en proporciones crecientes, la evidencia hasta aquí presentada sugiere ser cautos frente a esta hipótesis. Lo más probable es que, como varios autores han señalado, las ganancias contables sean más el resultado de distorsiones de diverso tipo, que reflejo de la realidad de los negocios sociales de las empresas.⁸⁹ Al menos, así parece haberlo juzgado el mercado. A lo largo de la década no sólo cayeron las cotizaciones de los papeles, lo que dentro de cierto rango puede estar expresando un reacomodo en las valuaciones, sino que alcanzaron niveles irrisorios. Este problema en especial será abordado en adelante mediante el estudio de una reducida muestra de empresas, compuesta por Acindar, Alpargatas, Bagley, Celulosa y Terrabusi. A continuación presentaremos una serie de indicadores relativos a estas sociedades: paridad de las acciones, que representa el valor de mercado en función del valor nominal del papel, capitalización de mercado y ratio Q, que pone en relación el valor de mercado de la empresa con su patrimonio neto. Para la construcción de estos indicadores hemos trabajado con los estados contables publicados en el Boletín Semanal de la BCBA y precios de cierres anuales también publicados en la misma fuente.

Como se aprecia en el gráfico V, varias empresas de la muestra cotizan luego de 1964 bajo la par, lo que por otro lado fue un fenómeno generalizado en el mercado. Por el contrario, unas pocas, como Alpargatas, pero especialmente alimenticias, como Terrabusi y Bagley, cotizan sobre la par. El gráfico VI presenta el ratio Q para estas mismas empresas.

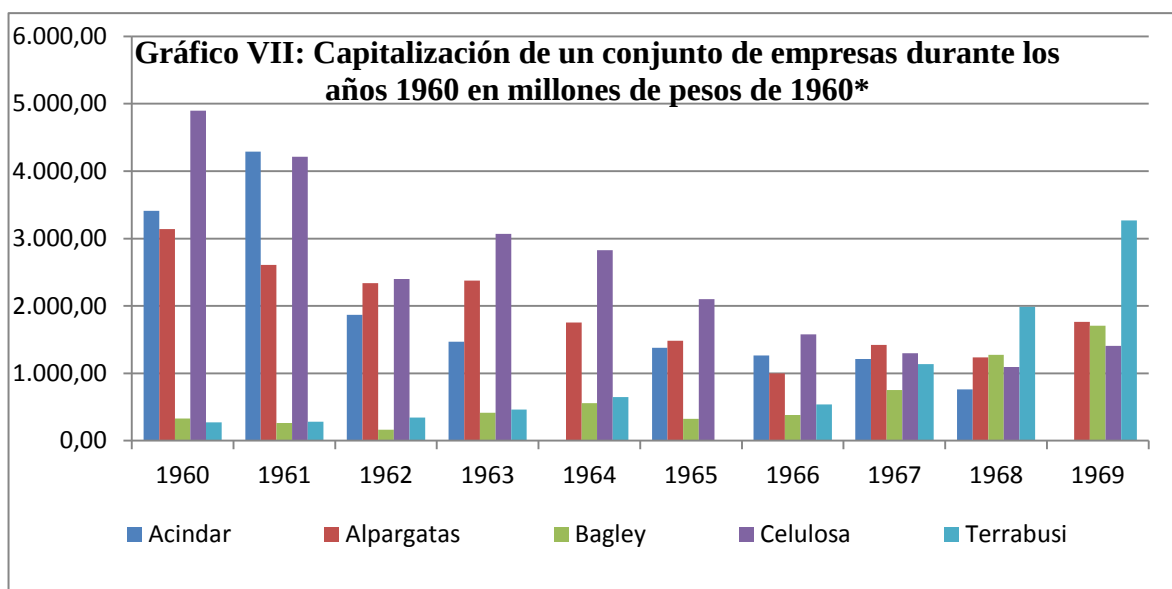
⁸⁹Al respecto sugerimos ver Fiel (1967) y Arnaudo (1975).



*No tenemos estimaciones para todas las empresas en todos los años. No tenemos cálculos para Acindar en 1964 y 1969 y para Terrabusi en 1965. La razón de la falta de estimaciones radica en que para fin de cada año calendario las empresas habían emitido acciones que todavía no se hallaban cotizando.
Fuente: estimaciones propias en base al Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.



*Al igual que en el gráfico anterior, no tenemos estimaciones para todas las empresas, por los mismos motivos.
Fuente: Estimaciones propias en base al Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.



*Al igual que en el gráfico anterior, no tenemos estimaciones para todas las empresas, por los mismos motivos.

Fuente: Estimaciones propias en base al Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Aunque con el ratio Q la tendencia es más o menos similar a lo que sucede con la paridad de los papeles, pueden señalarse algunas cuestiones relevantes. La divergencia entre empresas ganadoras y perdedoras del proceso de mercado es más marcada. Únicamente las empresas alimenticias tienen un ratio Q superior a 1 para fines de la década. Las grandes empresas manufactureras que componen esta muestra, Alpargatas, Acindar y Celulosa, exhiben para fines de la década ratios Q que no llegan a 0,5. Lo mismo sucede si analizamos la capitalización individual de estas empresas, presentada en el gráfico VII.

Para inicios de la década, la empresa de mayor capitalización de esta muestra era Celulosa, mientras que Terrabusi y Bagley no alcanzaban al 10% de su valuación. Para fines de la década esto se invierte rotundamente. Terrabusi, por sí sola, tenía en 1969 una capitalización superior a Alpargatas y Celulosa combinadas. Bagley, por otro lado, alcanzó una capitalización similar a Alpargatas.

Todo parece apuntar a una trayectoria fuertemente divergente entre sectores y empresas. Un trabajo de la Comisión Nacional de Valores (1971) refrenda estos hallazgos. De haberse invertido 100 dólares en acciones de cada una de las empresas cotizantes en 1965, para 1971 sólo un puñado de empresas alimenticias y algunos bancos hubiesen brindado

retornos positivos a los accionistas.⁹⁰ Los papeles de grandes empresas industriales, que constituían el grueso de las empresas cotizantes y de los capitales del país, resultaron en cambio una inversión fuertemente perdedora.

Este conjunto de evidencia sugiere que el mercado descreía (o manejaba información en sentido opuesto) de las ganancias contables de las empresas. De otro modo, es difícil de explicar por qué de forma tan pronunciada el sector manufacturero argentino pasó a ser valuado con tanto descuento en relación a su capital y su valor de libros. Asimismo, si el declive del mercado pudiese atribuirse a problemas generales de índole institucional, políticos, regulatorios y monetarios ¿Por qué el mercado valuaba de forma tan disímil a las empresas? Aunque la tónica general del mercado fue francamente descendente, y los pocos casos exitosos no invalidan esta dinámica dominante, surge el interrogante acerca de qué elementos tuvo en cuenta el mercado para valorar las compañías.

Tabla III: Dividendos abonados entre 1960 y 1969 en millones de \$ de 1960 por empresa

Acindar	22
Alpargatas	412
Celulosa	100
Terrabusi	227

Fuente: Estimaciones propias en base al Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Una vez más, vemos que los dividendos condicionaron fuertemente la cotización de estos papeles. Como se observa en la tabla III, en términos absolutos, la empresa que más ganancias repartió fue Alpargatas, seguida por Terrabusi y lejos, Celulosa y Acindar.⁹¹ Aunque sospechamos que detrás de la caída del reparto de dividendos, y de la caída de las cotizaciones sucedáneamente, se hallen problemas económicos de las empresas, hasta este punto no hemos introducido elementos probatorios suficientes ¿Qué tanto debemos desconfiar (o confiar) de los resultados económicos presentados en los estados contables?

⁹⁰ Ver tabla VII, incluida al final del capítulo.

⁹¹ Lamentablemente no contamos con datos para el caso de Bagley.

Aproximando la rentabilidad empresarial

Es difícil cuantificar exactamente la rentabilidad de las empresas durante la década de 1960, ya que el ajuste por inflación de los estados contables es una tarea compleja. A diferencia de la década de 1940 y 1950, donde se pudo realizar esta tarea con ciertos cuidados (los resultados se hayan presentados en el capítulo IV), los estados contables de este período no contienen toda la información necesaria para tal tarea, debido a la multiplicación de los rubros, la complejización en la propiedad del capital, la utilización extendida del crédito externo y criterios poco claros de incorporación y revalúo de los activos fijos. Por estos motivos, no sólo desconfiamos de los trabajos precedentes que han encarado esta tarea, sino que hemos optado por seguir una metodología alternativa para profundizar el estudio. A fin de obtener alguna estimación válida sobre la magnitud de las ganancias de las empresas bajo estudio, hemos seguido el criterio de caja sugerido por Arnaudo (1975) y Schvarzer (1980), pero, en lugar de realizar un cálculo año a año, hemos realizado una aproximación general entre los ejercicios en los que tuvo lugar un revalúo contable. Aunque este tampoco es garantía de precisión del valor del activo, al menos permite una mejor aproximación al problema. Enmarcada esta información dentro del contexto general y del resto de evidencia de la que disponemos, podremos recrear un panorama verosímil sobre la situación económica de las empresas.

Durante la década de 1960 se practicaron dos revalúos contables. El primero, fue sancionado en 1960 mediante la ley 15272. Algunas empresas aplicaron el revalúo en el ejercicio cerrado en 1960, aunque la mayoría lo hizo durante el ejercicio cerrado en 1961 y otras durante 1962. El segundo revalúo contable fue sancionado en 1967 mediante la ley 17335. Unas pocas empresas lo aplicaron ese mismo año, mientras que la mayoría lo hizo en 1968. En base a esta información, puede elaborarse una primera aproximación a los resultados económicos de las compañías, simplemente teniendo en cuenta el crecimiento o decrecimiento de su patrimonio neto. En situaciones normales, lo esperable sería que el mismo crezca (si las empresas retienen ganancias o incorporan capital) o se mantenga estable (si reparten ganancias y no incorporan capital). En el peor de los escenarios, si una empresa registra pérdidas sostenidas, su patrimonio neto descenderá.

La Comisión Nacional de Valores (1971) ha realizado el seguimiento de un conjunto de empresas durante la década de 1960, compuesto por las principales empresas cotizantes en el mercado y que incluía algunos de los principales referentes del sector manufacturero argentino. La muestra incluyó a las empresas: Ciade, Alpargatas, Gurmendi, Siam, Ika Renault, Santa Rosa, Magnasco, Tabacal, Acec, Perez Companc, Canale, Fabril Financiera, Celulosa, Garovaglio y Zorraquín, Schcolnik, Corcenar, Odol, Cía. Química, Iggam, Rigolleau, Sasetru, Molinos Río de la Plata, Cervecería Bieckert, Atanor. Los resultados pueden verse en la tabla IV. Entre las fechas cercanas a los revalúos contables, estas empresas apenas expandieron su patrimonio, pasando de 33,5 millones de pesos en 1961 a 36,4 millones de pesos de 1969. El valor para 1965 resulta demasiado bajo para ser tenido en cuenta. Aunque probablemente esté dando cuenta del impacto negativo de la crisis entre 1962 y 1963, lo más probable es que lo bajo de su valor se deba principalmente a la falta de actualización del valor del activo fijo en un contexto inflacionario. Estos datos son más preocupantes si se tiene en cuenta que muchas de estas empresas realizaron emisiones de capital, pero en cambio prácticamente no distribuyeron ganancias. Lamentablemente no conocemos el flujo de efectivo con sus accionistas, de todos modos, esta primera evidencia estaría reforzando la hipótesis de empresas, principalmente industriales, con importantes dificultades económicas.

Tabla IV: Evolución del Patrimonio Neto de varias empresas en millones de pesos de 1960

1961	33,5
1965	27,6
1969	36,4

Fuente: Comisión Nacional de Valores (1971)

Conclusiones similares presenta el trabajo de Marteneja *et al.* (1967) antes referido. No obstante, en lugar de trabajar con los valores de patrimonio para los años en que se practicaron revalúos, estos investigadores ajustaron el activo fijo para todos los años de su estudio. Concluyen que de no haber mediado aportes de capital de los accionistas, el patrimonio neto del conjunto de empresas analizadas se hubiese achicado más del 10% entre 1956 y 1964.

Tabla V: Patrimonio Neto de una muestra de empresas de no haber mediado aportes de capital en pesos corrientes de 1960

1956	10972137
1957	10738003
1958	10307236
1959	9766306
1960	9303991
1961	9476159
1962	9667678
1963	9907740
1964	9706757

Fuente: Martineja *et al.* (1967)

Pero sin datos sobre las transacciones de las empresas con sus accionistas, no podemos más que conjeturar sobre la magnitud de sus resultados económicos. Afortunadamente, contamos con esta información para un grupo variado de empresas. Newland (2015) ha estudiado la evolución del grupo Garovaglio y Zorraquín entre 1882 y 2002. En el análisis de su contabilidad, descubre una situación bastante similar a la aquí presentada. El patrimonio neto de la empresa, que en el quinquenio 1960/1964 fue de alrededor de 19354476 pesos, se redujo a 13246309 pesos durante el quinquenio 1970/1974. Teniendo en cuenta la distribución de ganancias en efectivo, que entre 1960 y 1974 fue de 556497 pesos de, esto arroja una pérdida de 5551670 pesos, lo que equivale al 29% del patrimonio del primer período⁹². Al igual que el resto del mercado, esta empresa cotizaba muy por debajo de su valor de libros: para el quinquenio 1965/1969 su ratio Q se situó en un magro 0,26, lo que revela una total apatía del mercado, en sintonía con lo que parecen haber sido importantes pérdidas económicas. Esta situación contrasta marcadamente con la de períodos anteriores. Al igual que en el caso de Alpargatas analizado en el capítulo III, esta empresa parece haber registrado importantes ganancias durante la década de 1940, en la que incrementó su patrimonio neto más del 70% y su ratio Q fue superior a 1.

⁹² Todas las cifras están expresadas en pesos constantes de 1993.

Podemos complementar estos datos con información de las empresas analizadas anteriormente. A partir del estudio de los estados contables Acindar, Alpargatas, Celulosa y Terrabusi hemos llegado a conclusiones similares a las arriba presentadas. Teniendo en cuenta la variación del patrimonio neto entre las fechas de revalúos y el flujo de efectivo con sus accionistas, hemos estimado los resultados económicos para estas empresas. En este caso, los resultados económicos siguen los mismos patrones que la capitalización de las compañías. Por ejemplo, Acindar, que entre 1961 y 1968 obtuvo una pérdida de 1432 millones de pesos, equivalentes a más del 41% de su patrimonio del año 1961, vio disminuir su valor de mercado desde los casi 429 millones de pesos de 1961 a los casi 76 millones de pesos de 1968. El ratio Q de esta empresa, que era de 1,2 en la primer fecha, se redujo a 0,3 en la segunda. Celulosa, con resultados menos adversos, obtuvo entre 1961 y 1968 ganancias por 394 millones de pesos, lo que representó el 7% de su patrimonio de 1961. Su capitalización disminuyó de 421 millones en 1961 (prácticamente igual a Acindar) a 141 millones en 1969.⁹³ La ratio Q en tanto, pasó de 0,78 a 0,20. Estos dos casos pueden parecer bastante extremos, pero en realidad dan cuenta de la situación de las principales industrias manufactureras; como señalamos anteriormente, de todas las empresas cotizantes en el mercado, las más grandes industrias medidas en función de su capital, fueron las de peor trayectoria, mientras que el sector alimenticio, de proporciones menores (y hasta reducidas, como los casos de Bagley, Terrabusi, Canale y Bonafide), obtuvieron rendimientos aceptables y hasta satisfactorios. En cierta medida, algunos papeles del sector bancario también replican esta tendencia favorable⁹⁴.

Mejores rendimientos que Acindar y Celulosa fueron obtenidos por Alpargatas, aunque tampoco llegaron a ser enteramente satisfactorios, especialmente teniendo en cuenta la trayectoria de la empresa en las décadas previas, donde alcanzó sostenidos y elevados resultados económicos, como fue presentado en los capítulos III y IV. Entre 1961 y 1967 Alpargatas ganó 671 millones de pesos, que medidos sobre su capital de 1961 representa un beneficio del 20%. Teniendo en cuenta que se trata de un período de cinco años, y que las cifras del patrimonio pueden estar sujetas a ciertas variaciones, estos números dan a

⁹³ Todas las cifras corresponden a pesos contantes de 1960.

⁹⁴ Sobre el rendimiento de distintas empresas en el mercado recomendamos ver la tabla VII incluida al final del capítulo.

entender que la rentabilidad fue muy baja. Sin duda, esto repercutió en su capitalización, que pasó de 261 millones de pesos en 1961 a 142 millones en 1967 y 176 millones en 1969. Su ratio Q en estas mismas fechas fue 0,78, 0,40 y 0,48, cifras muy alejadas del promedio histórico superior a 1, y muy lejos de los máximos de la década de 1940, donde llegó a ser cercano a 4.⁹⁵

No obstante, no debe perderse de vista que estos resultados económicos que van de malos a medriocres, siguen incluyendo un aporte a través de crédito subsidiado (Arnaudo, 1975; Guerberooff, 1977). Aunque este alcanzó durante la década de 1960 proporciones inferiores a las del Peronismo, siguió teniendo un efecto importante sobre la economía de las empresas. Por ello, si de estos resultados globales – ya de por sí adversos – pudiésemos desglosar, como hicimos en el capítulo anterior, los resultados financieros, probablemente encontrásemos una situación operativa bastante crítica. Pero no todas las empresas analizadas experimentaron estos problemas. Las empresas alimenticias, por el contrario, evidenciaron una trayectoria económica bastante saludable.

Tabla VI: Resultados económicos de un conjunto de empresas entre fechas de revalúos (en millones de pesos de 1960)

Empresa y fecha de revalúos	Resultados	Resultados como % del patrimonio neto de 1961
Acindar (1961-1968)	-1432	-41%
Alpargatas (1961-1967)	684	20%
Celulosa (1961-1968)	394	7%
Terrabusi (1961-1967)	568	182%

Fuente y metodología: Elaboración propia en base a Estados Contables y Cuadros económicos publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa De Comercio de Buenos Aires. Para el cálculo de los resultados se tuvo en cuenta la variación del patrimonio neto entre las fechas de revalúo ajustada por el flujo de caja con los accionistas, es decir, adicionando los dividendos en efectivo distribuidos y descontando los nuevos aportes de capital.

⁹⁵ Valores en pesos constantes de 1960.

Terrabusi, a diferencia de las compañías anteriores, presentó resultados económicos sobresalientes. Entre 1961 y 1967 generó beneficios por 568 millones de pesos, apenas por debajo de los 684 millones de Alpargatas, con un patrimonio que en el promedio de la década fue de apenas el 7% del de Alpargatas. Las ganancias de Terrabusi fueron equivalentes al 182% de su patrimonio en 1961. Estos abultados beneficios se hicieron notar en la cotización de sus papeles. Su capitalización pasó de 28 millones en 1961 a 326 millones en 1969. Entre las mismas fechas, la ratio Q varió de 0,9 a 3,57. Cálculos de la Comisión Nacional de Valores (1971) señalan que una inversión de 100 dólares en acciones de Terrabusi en 1965, se habrían transformado en 7537 dólares seis años después. Aunque los guarismos que presenta la rentabilidad de la empresa y de los papeles de Terrabusi probablemente no hayan sido alcanzados por ninguna otra empresa cotizante, en cambio sí existió un grupo que compartió resultados favorables más moderados. Por ejemplo, Bagley duplicó su patrimonio entre 1962 y 1969 y multiplicó casi por seis su capitalización durante la década, ostentando en 1969 un valor de mercado similar a Alpargatas. Según el citado trabajo de la Comisión Nacional de Valores, una inversión de 100 dólares en Bagley en 1965, hubiese dado ganancias por 436 dólares hasta 1971. Una situación similar se verifica con otras empresas: la misma inversión en Canale hubiese rendido el 68% y en Bonafide 18%.⁹⁶

Reflexiones finales

A principio del capítulo presentamos evidencia que sugería una posible desconexión entre ganancias (contables) crecientes o al menos estables, y dividendos a la baja. En general, se ha interpretado esto como una reacción lógica de las empresas ante la restricción del crédito posterior a 1958 y como una estrategia para mantener el funcionamiento corriente y financiar nuevas inversiones. No obstante, diversos elementos llevan a desconfiar de esta interpretación. En primer lugar, la dinámica del mercado bursátil. Por algún motivo, los partícipes del mercado parecen no compartir este diagnóstico y castigan fuertemente a las empresas. Durante la década de 1960 las valuaciones bursátiles no sólo disminuyen, lo que dentro de cierto nivel puede pensarse como un reacomodo luego de las elevadas

⁹⁶ Ver tabla VII al final del capítulo.

valuaciones de fines de los años 1940, sino que alcanzan niveles ridículos. Las empresas argentinas llegan a cotizar a precios de liquidación, lo que se pone de manifiesto ratios Q insignificantes. Basta pensar por ejemplo el caso de Celulosa, que en 1969 cotizaba al 20% de su valor de libros. Hay algo que los inversores están viendo y evaluando, que se nos escapa del registro. Pero ¿Qué es? Una primera interpretación vincula la crisis de los mercados financieros con el debilitamiento del frente institucional, pero, recordemos, inestabilidad institucional pronunciada existe en la Argentina al menos desde 1930 y esto no impidió prácticamente dos décadas de importante desarrollo financiero hasta 1950. La segunda línea de interpretación vincula la retracción del mercado con la inflación, pero esto no se ajusta exactamente a la cronología, ya que la década de 1960 no muestra un salto en los niveles de inflación respecto a los quince años previos, y en cambio, la crisis del mercado es terminal. Por último, aún si entendiésemos que cierta parte de la retracción puede explicarse por algún fenómeno de tipo general, ya sea a nivel institucional, monetario y/o financiero, resta aún explicar por qué tuvo un impacto tan desigual en las empresas evaluadas. A la luz de los casos expuestos, parece poco probable que un fenómeno de índole general pueda explicar la diversidad de las trayectorias expuestas. En cambio, lo más probable es que las mismas dependan básicamente, del éxito o fracaso de cada empresa a nivel individual, y especialmente a su capacidad para generar ganancias, que como vimos anteriormente, se encontraba bastante limitada.

¿Cómo encuadran estos hallazgos pesimistas con la visión optimista sobre el período apuntada inicialmente? Este problema debe separarse en dos elementos: por un lado los trabajos que sostienen que la situación económica de las empresas fue satisfactoria, lo que es a esta altura dudoso, y la evidencia que da cuenta de una mejora en la producción y productividad del sector industrial, punto sobre el que existe bastante acuerdo. Sobre el primer punto, debemos tener en cuenta que en este capítulo nos hemos atenido al estudio de las empresas cotizantes en el mercado, mientras que tanto Guerberooff como Petrei han incluido en sus estudios una muestra mucho más amplia. Entonces, una primera fuente de divergencias en los resultados expuestos podría deberse a la cobertura de los estudios. Debe recordarse que una porción importante del capital extranjero invertido en el sector manufacturero durante la década no cotizaba en el mercado, por lo que nuestro ámbito de

estudio podría estar bastante sesgado en este sentido. Al fin y al cabo, el capital extranjero invertido en la industria alcanzó mayores escalas, productividad, contó con acceso al crédito y tecnología, lo que podría haber significado mejores resultados, tal como señaló Guerberooff. Por el otro extremo, gran parte del tejido industrial argentino representado por pequeñas y medianas empresas no se encuentra ni siquiera constituido como sociedades o si lo está, no cotiza en el mercado. Por estos motivos, deben tenerse resguardos a la hora de comparar *vis a vis* diferentes estimaciones y de extrapolar conclusiones al marco general de la economía nacional. No obstante estos reparos, tampoco debe perderse de vista que más del 30% del capital de todas las sociedades anónimas del país correspondía a empresas cotizantes en la bolsa (CEMLA, 1968a). Por otro lado, casi todos los grandes capitales locales cotizaban en el mercado y muchos capitales extranjeros también lo hacían, sin que este último sector evidenciase resultados más favorables que otros. En virtud de estos elementos, concluimos que deben ponerse fuertes reparos a los trabajos que sugieren una situación económica favorable, no obstante, no podemos invalidarlos ya que tanto la metodología, como las empresas estudiadas difieren. Por lo pronto, nos animamos a decir con bastante seguridad que al conjunto de empresas cotizantes en la BCBA experimentaron, si no pérdidas, al menos una marcada retracción en su rentabilidad durante la década de 1960 en relación a décadas anteriores.

Pero a nivel macroeconómico sigue siendo difícil congraciar estos hallazgos con el resto del conjunto de datos relativamente favorables disponibles. Sin ser el objetivo de este trabajo resolver esta cuestión, que con mucho excede los límites de la tesis, plantearemos algunas líneas interpretativas que pueden ser útiles para pensar este problema. Primero, volvemos sobre el punto de la representatividad de la muestra analizada. Aunque probablemente la dinámica antes descripta se ajuste a una porción importante de las empresas argentinas, volvemos a señalar que no incluye a las pequeñas y medianas, sobre las que no contamos con mayor evidencia, ni a una porción importante de empresas extranjeras. Bien podría haber sucedido que parte del impulso productivo e inversor hubiese estado vinculado a estos sectores. No obstante, aunque esto no parezca lo más probable, tampoco debe perderse de vista que el sostenido ritmo de expansión económica de la Argentina entre 1964 y 1974 sólo es tal en perspectiva histórica. En perspectiva

regional, el crecimiento de estos años es bastante limitado si se tiene en cuenta experiencias como las de México, Brasil y Venezuela.⁹⁷ Asimismo, aunque el producto se haya expandido todos los años durante este período, lo hizo de forma muy volátil, con picos de expansión en algunos años: 1964, 1965, 1968, 1969, 1970 y 1974. El resto de los años, el ritmo de crecimiento fue menor y hasta se experimentó una ligera recesión en 1966. Pero esto no invalida el hecho de que el crecimiento fue, si no acelerado, al menos continuo.

Todavía quedan pendientes varios interrogantes para terminar de congeniar el conjunto de datos disponibles. Si las empresas no rendían económicamente ¿Cuál fue la lógica detrás de la expansión del stock de capital fijo? ¿Por qué empresarios habrían de invertir en proyectos de escasa o nula rentabilidad? Pueden arriesgarse varias respuestas, para lo que deben considerarse varias circunstancias. De forma incluso más pronunciada que el ciclo económico, el ritmo de inversión fue muy volátil. Prácticamente las inversiones realizadas entre 1959 y 1961 permiten explicar la expansión hasta 1967. El boom inversor durante el desarrollismo y la crisis posterior se plasmaron en importantes niveles de capacidad ociosa hasta la segunda mitad de la década, con lo que, aún sin nuevas inversiones, la economía pudo expandirse fuertemente. Más adelante, entre 1969 y 1972, cuando esta capacidad ociosa pareció alcanzar ciertos límites, se registró un nuevo ciclo inversor, que garantizó la expansión en los años finales del período⁹⁸. La inversión necesaria para impulsar la economía parece haber estado centrada en torno a coyunturas muy acotadas, donde probablemente el rendimiento de esas inversiones se haya tornado satisfactorio y hasta se hubiesen abrigado expectativas de mejoras en el largo plazo. A este impulso acotado de la inversión privada debe sumarse hacia fines de la década de 1960 e inicios de 1970 el apoyo estatal a través de importantes obras de infraestructura y la promoción de proyectos industriales estratégicos de gran escala. Por último, la relativa viabilidad del proceso de expansión económica estuvo basada en cierta mejora en el frente externo, especialmente vinculado con el despegue de las exportaciones agropecuarias y en menor proporción de las industriales. De este modo, se atemperó en alguna medida la recurrencia de crisis externas

⁹⁷ Sobre estos temas existen bastantes trabajos, muchos contemporáneos. Recomendados ver CEMLA (1968a; 1968b; 1969; 1971) y Moreno Lázaro (2015).

⁹⁸ Si en lugar de analizar la inversión fija total, nos centrásemos en la inversión en equipo, el pico se limitaría a 1969 y tal vez 1968.

agudas, lo que posibilitó un moderado ritmo de crecimiento, que, sobre el final del período, coincidió con la gran mejora de los precios de exportación en 1973 y 1974⁹⁹.

El punto central de la nuestro argumento es que no necesariamente debe haber una correspondencia, al menos en el corto y hasta mediano plazo, entre ganancias, inversión y crecimiento económico. Mientras existe capacidad ociosa, una economía puede crecer sin requerir importantes inversiones. Mientras existan perspectivas de ganancias futuras, la inversión puede continuar, incluso cuando estas nunca se materialicen. Mientras una empresa tenga acceso al crédito, puede invertir, a pesar de ser poco rentable económicamente. En este sentido, el problema no es la coyuntura, sino la viabilidad en el largo plazo del sistema. Durante la década de 1960, las principales empresas analizadas parecen haber mantenido un ritmo moderado de inversiones que nunca se plasmó en beneficios, pero tampoco necesariamente en pérdidas pronunciadas (salvo quizás el caso de Acindar). Muchas de ellas, apuntaladas en el crédito externo, pudieron seguir incrementando su dotación de capital fijo y su producción, incluso cuando sus ganancias fueran presionadas a la baja. El estudio de los estados contables de grandes empresas como Acindar, Celulosa y Kaiser revela un importante ritmo de inversiones, financiada a través de créditos externos de instituciones como el Eximbank y proveedores de maquinarias e insumos. Así, mientras estas empresas apostaban hacia un futuro, expandiendo moderadamente su activo, su patrimonio neto permaneció estancado y requirieron mayores aportes de capitales, registrando incluso ciertas pérdidas. Aunque esto parece desafiar la lógica empresarial de maximización de beneficios y minimización de riesgos, basta evaluar las alternativas disponibles. Probablemente haber detenido la modernización de sus plantas hubiese significado resultados más adversos y las hubiese dejado en posiciones menos favorables para competir a futuro. Este enfoque nos permite pensar a la vez en un sector industrial más grande y en crecimiento, pero a la vez más con cimientos más débiles y

⁹⁹Entre las muchas fuentes existentes, las series de producto, exportaciones e inversión pueden consultarse en Ferreres (2004). Sobre la trayectoria del sector industrial y las políticas de apoyo sectoriales ver Schvarzer (1996), Odisio & Rougier (2016) y Rougier (2014a; 2014b; 2014c).

vulnerabilidades importantes, que en un contexto adverso, pueden muy rápidamente significar su liquidación.¹⁰⁰

¹⁰⁰ Al respecto ver Rougier (2009). Allí es notorio como una cantidad importante de empresas industriales experimenta problemas económicos y financieros cada vez más pronunciados luego de la crisis de 1962, lo que finalmente termina con la nacionalización y/o quiebra para muchas de ellas. Probablemente el caso paradigmático de estas empresas sea el de SIAM, otrora la empresa industrial más grande de América Latina.

Tabla VII: Evolución de 100 dólares invertidos en acciones del 31/12/1965 al 31/12/71.

Acindar	67	Goffre Carbone	105
Alpargatas	93	Grafex	106
Arg. Del Sud	81	Heredia	46
Astarsa	107	Hidrófila Arg.	14
Astra	57	Hierromat	73
Atanor	58	Hulytego	56
Atma	38	Iggam	121
Azucarera Argentina	44	Ind. Pirelli (pref.)	70
Bagley	536	Indupa	66
Bco. de Avellaneda	80	Ing. La esperanza (2)	82
Bco. del Interior	85	Ika Renault	S/C
Bco. Francés	60	Introduc. Bs. As.	79
Bco. de Galicia	122	IPAKO	56
Bco. de Italia y Río de la Plata	154	Lab. Alex. (pref.)	78
Bco. Popular Arg.	70	Lab. Upjohn	88
Nvo. Baco. Italiano	122	Ledesma	72
Bco. Supervielle	50	Lutz Ferrando	148
Benegas	52	Magnasco	69
Berlingieri	S/C	Manuf. Algo. Arg.	13
Bonafide	118	Manuf. Tab. Particular	18
Boxton	33	Manuf. Tab. Picardo	34
Canale e Hijos	168	Metalúrgica Tandil	63
Casa Muñoz	48	Midland	96
Casa Stewart	S/C	Molinos Río de la Plata	88
Celulosa Arg.	78	Morixe	45
Colorín	78	Noel	82
Corcemar	153	Odol	115
Coronet Plastic	43	Padilla	31
Cotecnica	25	Panificación Arg.	37
Cristal. Rigolleau	60	Papelera del Plata	44
Cristalux	87	Perez Companc	98
Crush	47	Plavinil	104
Cualicron	S/C	Química. Cía.	70
Cuareta Volcán	84	Saint	22
Chozas ramón	172	Salvo	30
Dálmine Siderca (pref.)	69	San Martín del Tabacal	50
Delgado	31	San Pablo	15
Della Penna	100	Santa Rosa	60
De Lorenzi	132	Sasetru	129
Di Paolo	60	Schocolnik	112

Ditlevsen	19	Sniafa	87
Electroclor	51	Soc. Com. Del Plata	180
El Globo	53	Suixtil	76
Est. M. Terrabusi	378	Sylvania	1335
Estrada Ángel	114	Tal. Coghlan	17
Ferrum	90	Tamet	35
Fiplasto	77	Textil Oeste	43
Frig. La Pampa	168	Textilyute	24
Galileo Arg.	84	Tornquist	54
Garovaglio Zorraquín	143	Transradio (pref.)	146
Gral. Fabril Financiera	38	Wels	68
Gral. De Fósforos	104	Winco (2)	S/C
Gurmendi (1)	190		

(1) Base 1967 = 100

(2) Base 31/7/1969

S/C = Sin cotización a la segunda fecha.

Fuente: Comisión Nacional de Valores (1971)

Conclusiones

Retomando el panorama planteado en la introducción y el estado de la cuestión del trabajo, podemos concluir que existe un consenso bastante cerrado en que la Argentina fue al menos hasta la década de 1930 un mercado financiero bastante desarrollado. En este sentido probablemente el trabajo más explícito es el de Nakamura & Zarazaga (2001), que basándose en el estudio de indicadores monetarios, bancarios y bursátiles, ha probado que el nivel de desarrollo local era comparable en ciertas métricas al de Reino Unido y los Estados Unidos. En términos amplios, esta perspectiva sobre el desarrollo de la intermediación financiera se vincula con una reivindicación más o menos explícita del modelo de desarrollo económico e institucional en general de las primeras décadas del siglo XX. Sobre estos puntos, se ha remarcado la estabilidad monetaria alcanzada al calor del patrón oro y de un sistema institucional sólido. Así, la prosperidad financiera aparece casi como el correlato de un sistema económico y político sólido, el que al ingresar en crisis durante la década de 1930, ya no habría sido campo fértil para nuevos desarrollos financieros. A nuestro juicio, esto explica en gran parte el desinterés por las décadas posteriores a 1930. Los estudios posteriores a este período, carecen de la precisión y sistematicidad del período previo, lo que por otro lado no habría supuesto mayores problemas para los investigadores. Por ello, la única certeza que tenemos respecto a la trayectoria de la intermediación financiera en la segunda mitad del siglo XX es que esta fue francamente descendente, hasta llegar al escenario actual de virtual desaparición de la mismas. Justamente, es sobre los años clave de este proceso, entre 1930 y 1970, donde menos precisiones encontramos. Casi sin excepción, los únicos trabajos que existen sobre el período son investigaciones contemporáneas de fines de los años 1960 e inicios de 1970. La reflexión económica e historiográfica posterior, salvo el trabajo aislado de Schvarzer de 1990 y los más modernos de López & Rougier (2012) y Corso (2015), ha ignorado casi por entero el período o lo ha abordado muy superficialmente. Un cabal ejemplo de esto se ve el programa de investigación de Della Paolera & Ortiz Batalla presentado en 1995 en su obra *Dinero, Intermediación Financiera y nivel de Actividad en 110 Años de Historia Económica Argentina*. Supuestamente su trabajo debía cubrir y analizar 110 años de intermediación financiera en la Argentina entre 1880 y 1990. No obstante, el trabajo sólo

terminó cubriendo hasta 1930. Si bien los autores aclaran en la obra que el resto del estudio estaba siendo terminado, y sería publicado más adelante, lo cierto es que nunca vio la luz.

Nuestro programa de investigación ha intentado avanzar sobre este vacío historiográfico existente. Para ello, se ha abordado el estudio de los mercados financieros en la Argentina entre la década de 1930 y 1960 a partir del análisis del mercado accionario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Conceptualmente, hemos dividido el abordaje en dos problemas. Uno descriptivo: en virtud de la escasez de trabajos sistemáticos previos hemos debido construir diversas series e indicadores para conocer la trayectoria del mercado durante el período. Y otro analítico: en función de la evidencia e indicadores presentados han surgido nuevas preguntas, que en conjunto con las iniciales, han guiado el estudio de los *drivers* fundamentales del mercado, lo que hemos relacionado directamente con la *performance* de las empresas.

Los resultados de la investigación nos han permitido descubrir una gran complejidad en la trayectoria de la intermediación financiera a lo largo del período analizado. Lejos de tratarse de un momento homogéneamente decadente, como los trabajos previos sugerían, la actividad bursátil ha experimentado durante gran parte del período una gran vitalidad, incluso mayor a la del primer tercio del siglo XX. La trayectoria entre 1935 y 1970 puede ser segmentada en tres momentos. El primero entre 1935 y 1949, donde las cotizaciones y los volúmenes negociados se incrementan marcadamente, hasta llegar a superar los mejores niveles históricos. Un segundo momento, entre 1949 y 1961, donde las cotizaciones retroceden respecto a los máximos de 1948, pero permanecen en niveles históricos elevados, lo mismo que los volúmenes transados. Por último, un tercer momento, posterior a 1961, en donde el mercado experimentó una retracción constante hasta virtualmente desaparecer.

Cada uno de estos sub períodos tuvo ciertos rasgos particulares. El primer período experimentó una marcada expansión en la actividad bursátil, pero partiendo desde valores relativamente bajos. Aunque la crisis de 1930 no había deprimido la actividad bursátil como lo hizo en los Estados Unidos, cierto es que las transacciones en valores privados

representaban una fracción muy baja del total de operaciones. Pero con la mejora de la segunda mitad de la década y especialmente durante el contexto bélico, esto comenzó a cambiar. Al calor de un intenso desarrollo en la industria manufacturera, el mercado bursátil comenzó a evidenciar una presencia creciente de este sector. Si a inicios del período las transacciones eran dominadas por cédulas hipotecarias y títulos públicos, y dentro de las acciones el sector manufacturero se hallaba poco representado, a medida que nos acercamos a mediados de la década de 1940 esta situación fue transformándose, cada vez más velozmente. De 1940 en adelante, las transacciones en acciones ganaron importancia en el mercado y dentro de ellas, cada vez figuraban más papeles industriales. El contexto favoreció esta dinámica. A partir de 1938 los niveles de liquidez en plaza mejoraron mucho, lo que generó importantes volúmenes de fondos disponibles para ser invertidos, muchos de los cuales se dirigieron a la inversión en papeles privados. Por otro lado, el sistema bancario se mostraba incapaz de financiar el desarrollo industrial, lo que probablemente haya re dirigido la atención del sector al recinto bursátil, donde con suerte, podrían captar algo de esta liquidez en expansión. El estudio de caso de Alpargatas durante las décadas de 1930 y 1940 bien da cuenta de esta situación. Aunque la empresa nunca había hecho uso masivo del crédito bancario, en el contexto de la crisis de 1930 este desaparece. En respuesta, la empresa encara sucesivas emisiones de acciones en el mercado, con una recepción muy favorable de parte de los inversores.

Aunque no alteró la dinámica general del proceso, la reforma financiera de 1946 modificó rotundamente los *drivers* que habían venido alimentando la expansión del mercado durante los diez años previos. El rescate de títulos públicos y cédulas hipotecarias significó la liberación de una importante masa de recursos hacia la inversión industrial. Por otro lado, la expansión de la liquidez luego de 1946 fue mucho más acelerada que durante los años previos, pero, a diferencia de la monetización de los déficits que la habían motorizado hasta 1945, ahora se explicaba principalmente por la expansión del crédito al sector privado. En este contexto de liquidez creciente y eliminación de activos competitivos en la captación del ahorro, la inversión en acciones cobró especial interés. Pero en 1947 la creación del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM) vino a agregar nuevos bríos a la especulación bursátil. Ya sea a través de la suscripción y negociación directa de papeles, a

través de la asistencia crediticia a comitentes, o a través del estímulo de operaciones a término, el accionar del IMIM terminó de convertir este mercado alcista en una verdadera burbuja, la que llegó a niveles máximos hacia fines de 1948. Los volúmenes negociados en el mercado (como fracción del producto) durante estos años de intensa actividad entre 1945 y 1948 han sido los más elevados del siglo XX. Asimismo, la emisión de acciones alcanzó niveles elevados, permitiendo la financiación de numerosos proyectos industriales. Asimismo, todo apunta a que al menos hasta fines de los años 1940 el mercado local fue un ámbito dinámico y próspero, donde cualquier inversor podía obtener rendimientos superiores, o en línea, con los principales mercados del mundo.

Luego de 1949 la restricción externa, los sucesivos planes de estabilización y la disminución de liquidez en plaza dieron por cerrado el ciclo de alza del mercado y marcaron el inicio de un período de retroceso con altibajos que se prolongó hasta 1961. Básicamente, la década de 1950 fue un período de declive del mercado, pero desde niveles muy elevados. Con excepción de una marcada depresión entre 1950 y 1952, el resto de los años el mercado se mostró bastante lateralizado, y por momentos, como durante 1954-1955 o 1959-1960, incluso dio la impresión de comenzar a circular un sendero nuevamente alcista. Aunque *ex post* pueda filiarse el quiebre de tendencia del mercado en torno a 1949, fecha que viene a constituir el inicio de la caída de largo plazo, durante la década de 1950 esto no era nada evidente, ya que casi todos los indicadores analizados seguían en niveles altos históricamente, e incluso en perspectiva internacional. Lo más importante, el mercado seguía funcionando como un vehículo de intermediación financiera exitoso, numerosas empresas lograron conseguir fondos en el mercado durante esos años. Por ejemplo, Kaiser y Acindar en 1955 lograron importantes colocaciones y durante 1960 la bolsa logró canalizar el 5% de la inversión bruta a nivel nacional. Si bien se trató de auges circunscriptos a ciertas coyunturas, estos fenómenos no dejan de hablar de un mercado muy dinámico. Por otro lado, sería injusto esperar mucho más del recinto bursátil. Ni siquiera en los países más desarrollados, las emisiones de acciones en la bolsa alcanzaban volúmenes muy importantes, y es probable que los niveles locales no fuesen tan diferentes a los de algunos países desarrollados.

Terminado el impulso expansivo de la liquidez de los años 1940, el mercado debió basarse en *drivers* mucho más sólidos durante la década siguiente, los que si bien no fueron inexistentes, sí mermaron en relevancia respecto al impulso previo. A pesar de esta ralentización, el mercado pudo mantener cierto nivel de actividad especialmente vinculado con la expansión del sector metalúrgico y en la segunda mitad de la década y especialmente durante el desarrollismo, de la industria pesada. La cantidad de empresas cotizantes de estos sectores se expandió aceleradamente y para fines de la década ya cotizaban en el mercado cerca de 600 empresas, de las cuales cerca de la mitad se sumaron a cotizar durante esa década. Se ha estimado que casi 1/3 de todo el capital de sociedades anónimas del país, correspondía a empresas que cotizaban en el mercado. Por eso mismo, no sorprende que el nivel de capitalización del mercado hubiese tocado en 1960 el 20% del producto, un número que incluso en términos actuales es elevado, pero que sin duda era algo extraordinario en ese entonces.

Pero de 1961 en adelante el mercado bursátil no logro mantener esta posición de desarrollo relativo y se retrajo marcadamente, hasta virtualmente desaparecer. Las cotizaciones descendieron aproximadamente un 70% entre 1961 y 1969, pero si comenzamos a medir en 1948, este retroceso supera al 90%. Los volúmenes operados se tornaron irrisorios y la emisión de nuevos papeles fue nula. En este contexto, numerosas compañías fueron retiradas de cotización, por autoexclusión, por decisión de la Comisión de Valores, o simplemente por quiebra. A fines de la década, sólo quedaban 414 empresas cotizando. Pero este proceso de retracción financiera no fue exclusivo del ámbito bursátil, los agregados monetarios e indicadores bancarios también se deterioraron marcadamente.

A pesar de que Arnaudo (1981) ha puesto reparos a la idea de una crisis generalizada en la creación de nuevos activos financieros locales, no es menos verdad que durante la década de 1960 el proceso de retracción financiera fue acompañado por el surgimiento de instrumentos alternativos de ahorro e inversión. Parte de la caída en la actividad bursátil y bancaria, puede ser pensada como una respuesta al surgimiento de nuevas posibilidades de inversión, que fueron apareciendo durante la década. Así, una porción creciente del ahorro interno comenzó a ser captado por cooperativas y mutuales, muchas de las cuales se

dedicaban a financiar la adquisición de bienes durables, como automotores, pero también a financiar pequeñas y medianas empresas en dificultades financieras. Por otro lado, una porción de este ahorro se dirigió a la constitución de activos externos e incluso a la construcción y adquisición de inmuebles, mercado muy activo durante la década.

Este repaso por la trayectoria del mercado, permite comprobar que la crisis del ámbito bursátil es un fenómeno específico de la década de 1960. Aunque lógicamente el fenómeno reconoce causas estructurales que necesariamente deben involucrar procesos más prolongados, muchos de los cuales efectivamente podemos filiar en torno a finales de los años 1940, no es hasta entonces que la crisis es abierta y notoria. Por el contrario, las dos décadas y media entre 1935 y 1960 han experimentado un nivel de dinamismo bastante importante. En base a estos hallazgos, creemos que las cronologías y explicaciones del proceso que se presentan en los trabajos previos sobre el tema, deben ser revisadas. Encontramos poco apoyo para la hipótesis de que el abandono del patrón oro en 1930, la depresión de los años 1930, la inestabilidad institucional, o el alza de la inflación durante los años 1940, hayan estado vinculada con la retracción de la bolsa, ya que se trata de cronologías bastante diferentes.

No obstante este desfase cronológico al que aludimos, el enfoque dominante en los trabajos sobre el declive de los mercados financieros en la Argentina hace foco especialmente en el problema de la inflación. Esta perspectiva parte de la idea de que el fenómeno inflacionario es una ruptura informal de contratos, una violación del acuerdo tácito entre la autoridad monetaria y el público o una mera exacción a la tenencia de activos financieros. Todos estos puntos pueden ser válidos. No obstante, creemos que resultan insuficientes para explicar la magnitud del deterioro del mercado local, especialmente durante la década de 1960. Con esto no negamos el efecto pernicioso de la inflación sobre las expectativas económicas y principalmente sobre la previsibilidad de las inversiones. Es lógico, que en un contexto de precios relativamente volátiles, las primas de riesgo sean más elevadas que en un contexto de estabilidad. Asimismo, también es lógico que la tasa de descuento utilizada por los inversores para valuar su inversión sea elevada en términos nominales, justamente por el fenómeno inflacionario. Probablemente estos fenómenos, muchos de los

cuales han sido señalado en la literatura, hayan contribuido a disminuir las cotizaciones, pero dudamos que sean la causa de la crisis terminal del mercado luego de 1961. Por otro lado, reconocemos que esta explicación puede ser útil para pensar el mercado de dinero; en efecto, el impuesto inflacionario recae principalmente sobre los saldos monetarios, por lo que es de esperar una caída en la demanda de dinero en un contexto de inflación elevada, mucho más si las tasas bancarias se hayan controladas. Esto ha sido sólidamente demostrado para el caso local en la literatura, y creemos que no merece mayores cuestionamientos. Pero, de allí a asumir directamente que la inflación es el principal *driver* de la caída en todos los niveles de intermediación financiera, hay un paso muy grande. Pero este salto de fe teórico es más grande si pensamos que las empresas cotizantes en la bolsa, fueron ampliamente beneficiadas por el acceso a crédito a tasas reales negativas. Por ello, aún si considerásemos el efecto negativo de la inflación sobre las valuaciones, las ganancias de las empresas derivadas de la exposición a la inflación debieran más que haber compensado esta retracción con un aumento de las ganancias y del reparto de dividendos. Pero nada de esto sucedió. Por otro lado, nada impedía al sistema financiero establecer contratos indexados, como fue el caso de Brasil, que permitiesen amortiguar al menos parcialmente el efecto del alza de precios. De hecho, los pocos casos de instrumentos indexados, como los Bonos 9 de Julio, los Bonos de YPF y posteriormente valores de Dálmine, tuvieron una aceptación moderadamente positiva y brindaron a sus inversores retornos positivos. Pero esto, tampoco se generalizó ¿Qué condicionaba entonces realmente la dinámica del sistema financiero local? O al menos, del mercado bursátil.

La teoría nos brinda una aproximación alternativa al problema. Como hemos expuesto a lo largo del trabajo, existe una línea teórica que se remonta a los clásicos de la economía del siglo XIX e inicios del siglo XX, como Marx, Lenin, Hilferding y Schumpeter, que fue continuada en la posguerra por Goldsmith, Gurley y McKinnon y más recientemente por Levine, entre otros, que relaciona desarrollo financiero con crecimiento económico. Aunque no resulta completamente clara la naturaleza de esta relación, ya que el problema de la causalidad está muy debatido, existe un consenso cerrado de que se trata de fenómenos estrechamente correlacionados. Este punto de vista nos lleva a reflexionar acerca de la validez de tal planteo para entender los mercados locales. Una primera

aproximación de largo plazo, nos sugiere que esta afirmación es válida. Durante la primera mitad del siglo XX, la inversión en la bolsa de Buenos Aires fue mucho más rentable que en la de Nueva York. Entre 1900 y 1950, el retorno anual real para un inversor local fue muy superior al de su par norteamericano. A nivel económico, esta tendencia se replica: la economía Argentina creció más que la norteamericana. Pero en la segunda mitad del siglo esta relación se invierte: la economía argentina prácticamente se estanca, lo mismo que pasa con sus mercados financieros, mientras que la economía y los mercados estadounidenses se expanden fuertemente.

Pero aunque este enfoque es interesante para pensar en el problema de largo plazo, e invita a pensar las vías de interacción entre desarrollo económico y financiero de forma más detenida, se ha probado poco útil para pensar procesos de corto y mediano plazo, al menos en el caso local. Es probable, que en un horizonte temporal amplio esta recurrencia se haga visible, no obstante, en el corto plazo las múltiples mediaciones entre las esferas productivas y financieras probablemente permitan la existencia de trayectorias diferenciadas. Ciertamente este ha sido el caso para la década de 1960. Aunque hemos puesto ciertos reparos a la idea de una década “dorada” de industrialización y crecimiento entre 1964 y 1974, no es menos real que el producto manufacturero se expandió continuamente, mejoró la productividad industrial y los salarios reales alcanzaron niveles muy elevados. En su conjunto, estos indicadores constituyen la excepción, más que la regla del desarrollo económico posterior a 1930, por lo que tampoco debe subvalorarse la evolución económica de este período. Pero, así planteado, el problema es más complejo aún. En un contexto de expansión económica, los mercados financieros no han hecho más que retroceder, hasta prácticamente desaparecer, lo que, en un principio, parece desafiar a la teoría. Debemos entonces dirigir la atención a otros problemas aspectos del problema.

Sorprendentemente, la bibliografía que ha reparado en el estudio del ámbito bursátil ha dejado casi de lado el problema del reparto de ganancias. Si bien varios trabajos han hecho referencia a este asunto, la mayoría lo ha subordinado al problema de la inflación o lo ha restringido a problemas de liquidez y estrategias financieras de las empresas. Por ello, nadie se ha detenido en estudiar su trayectoria en el largo plazo. Aunque esto suene muy básico

¡Es evidente que los dividendos condicionan la marcha del mercado! Ninguno de los trabajos previos ha realizado en examen detallado de la cuestión. Nos gustaría decir que estamos ante un gran descubrimiento, pero difícilmente lo sea, simplemente señalamos lo obvio: la trayectoria del mercado bursátil en la Argentina entre 1935 y 1970 estuvo condicionada, no exclusivamente, pero sí principalmente por la distribución de ganancias en efectivo. Aunque durante períodos cortos fenómenos vinculados con medidas específicas y movimientos especulativos, como por ejemplo entre 1946 y 1949 o entre 1959 y 1961, permitieron que el mercado se separe en algún modo de sus *fundamentals*¹⁰¹, en general, la cotización de los papeles ha seguido muy de cerca la tendencia del reparto de dividendos. La gran expansión del mercado entre 1935 y 1949, no fue otra cosa que el resultado de elevados dividendos y probablemente la perspectiva de aún mayores en el futuro. En cambio, la crisis posterior a 1961 es la respuesta a distribuciones de ganancias inexistentes y certezas de ganancias futuras aún menores. Aunque existió una dinámica de sustitución de activos de ahorro que, al menos hasta 1961 funcionó a favor de la inversión bursátil, la tendencia de fondo de las fluctuaciones estuvo vinculada con la distribución de ganancias. En última instancia, el mercado bursátil, que hasta 1961 parecía haber sido la última trinchera del ahorrista y del inversor (luego de las sucesivas intervenciones sobre otros mercados)¹⁰², terminó sucumbiendo frente a la incapacidad de materializar las expectativas en torno a los rendimientos esperados.

Habiendo establecido el rol del reparto de ganancias, debemos intentar entender su dinámica ¿Por qué luego de elevados niveles en la década de 1940, la distribución de

¹⁰¹ Hacemos especial énfasis en el “en algún modo”. Si bien la distribución de ganancias fue baja en estos períodos, la realidad es que también fueron años de intensa inversión en capital fijo, por lo que la expectativa de ganancias futuras, si bien fue alimentada por la euforia del momento, tuvo cierto correlato real. Saliendo del caso local, una dinámica similar puede explicar la burbuja de las puntocom a fines de los 1990. Aunque las ganancias de estas empresas nunca se materializaron y el mercado estaba en una burbuja de dimensiones históricas, este proceso fue acompañado por niveles de inversión en activo fijo y nuevas tecnologías muy intenso. Aunque en todos los casos se ha tratado de burbujas especulativas, detrás de ellas alguna dinámica de acumulación real estaba tomando lugar. El caso argentino, no parece haber sido la excepción en este sentido.

¹⁰² A diferencia de los mercados de títulos públicos y cédulas hipotecarias que fueron desarticulados en el contexto de la reforma financiera de 1946, o del sistema bancario, cuyas tasas se encontraban fuertemente reguladas, la inversión en acciones no se hallaba sujeta a ningún tipo de regulaciones específicas (en lo referente al aspecto económico). Por ello, y especialmente luego de la fuerte devaluación de 1958 que incrementó el temor del público a la pérdida del valor de la moneda, suponemos que la inversión en acciones pudo haber sido vista como una alternativa segura y viable para obtener beneficios económicos, los que nunca se materializaron.

ganancias prácticamente desaparece durante la década de 1960? Podrían haberse dado tres casos: a) que la masa de ganancias de las empresas estuviese en caída, por lo que no existiese ganancia alguna para distribuir, b) que las empresas estuviesen mutando su estrategia de financiación, abandonando el recurso a fuentes externas de financiación e incrementando recursos propios¹⁰³ a través de la retención de utilidades, o c) una combinación de ambos casos. Sería fácil resolver este problema si conociésemos con cierta exactitud los niveles de rentabilidad y estructura patrimonial de las empresas argentinas. No obstante, como hemos señalado en muchas ocasiones, no existe acuerdo en los trabajos existentes sobre la rentabilidad empresarial entre las décadas de 1950 y 1960. Si bien hay varios estudios, como los de Arnaudo (1975), Martineja *et al.* (1967) y De Pablo (1975) que señalan dificultades crecientes a nivel económico, otros tantos, como Elías (1969), Petrei (1973) y Guerberooff (1977), señalan lo contrario. Para indagar sobre este aspecto, debemos dirigir la mirada al estudio de las empresas cotizantes en mercado.

Para el período entre 1935 y 1945 existe bastante acuerdo en que la rentabilidad de las empresas industriales, que constituían una proporción importante de las empresas cotizantes, fue elevada y creciente. Así se ve en los trabajos de Iñigo Carrera (2007), Elías (1969), Arnaudo (1975) y Newland (2017). Nuestra investigación sobre la trayectoria de Alpargatas entre las décadas de 1920 y 1940 ha comprobado una vez más esta situación: las ganancias medias anuales de la década de 1940 fueron el 1000% de las ganancias de la década de 1920. Asimismo, el reparto de dividendos de la empresa creció marcadamente. Este fenómeno fue acompañado de crecientes niveles de inversión: entre 1922 y 1945 el capital se expandió el 1400%. Este clima de bonanza que vemos en Alpargatas, pero que muy probablemente haya sido generalizado al mercado o al sector manufacturero al menos, es el que explica la gran expansión en de las cotizaciones. Aunque es verdad que para mediados de la década de 1940 los valores industriales comenzaron a acercarse a niveles de burbuja, también es cierto que año tras año los niveles de rentabilidad habían ido mejorando, con lo que aunque estas expectativas puedan parecer *ex post*, exageradas, ellas se basaban en la suposición implícita de continuidad de la bonanza del período bélico.

¹⁰³ Lo que podría haberse dado por motivos diversos, ya sea por conveniencia económica o por imposibilidad de recurrir al mercado.

Con el advenimiento del Peronismo el reparto de ganancias de las empresas cotizantes descendió fuertemente. Los trabajos previos no llegan a un acuerdo respecto a la situación económica de las empresas. Arnaudo (1975) encuentra una ligera retracción a partir de 1946, lo que bien podría explicar la disminución en el reparto de ganancias. ¿Pero fue esto algo generalizado al sector industrial? El estudio de caso de Alpargatas presentado en los capítulos III y IV no permite comprobarlo. Esta empresa, a diferencia de otras compañías cotizantes, mantiene elevadas distribuciones de ganancias, y según nuestras estimaciones, obtuvo al menos hasta 1949 buenos resultados económicos. No obstante, es posible que algunas empresas ya estuviesen atravesando dificultades derivadas bien del alza de los costos salariales o de los controles de precios establecidos. Arnaudo ha señalado con énfasis el peso del endeudamiento a tasa negativa para compensar el alza de costos de las empresas y alcanzar resultados económicos aceptables. El análisis de la contabilidad de Acindar reveló que de no haber mediado el aporte del crédito subsidiado, la empresa hubiese experimentado fuertes quebrantos. Lamentablemente, no podemos extender los hallazgos de nuestro estudio a otras empresas. De todos modos, lo que es evidente es que la situación, aunque satisfactoria, no siguió mejorando respecto al período previo. Así, no sería sorprendente encontrar algunas empresas que mantuviesen buenos resultados económicos, como Alpargatas, y algunas otras que comenzaran a experimentar cierta retracción, siendo compensadas con crédito abundante y accesible.

Pero a partir de 1949 con la finalización del auge de posguerra y el inicio de la limitación externa, las dificultades de las empresas comenzaron a ser realmente evidentes. Para todo el período fuertemente recesivo entre 1949 y 1952, existe cierto acuerdo de que el nivel de rentabilidad de las empresas disminuyó muy fuertemente. Los trabajos de Arnaudo (1975) e Iñigo Carrera (2007) apuntan en este sentido, al igual que los casos de Alpargatas y Acindar que hemos estudiado.

Aunque la rentabilidad industrial parece haberse recuperado luego de la crisis de 1952, lo que hemos podido comprobar, al menos de forma parcial en los casos de Alpargatas y Acindar, no es posible dimensionar con mayor exactitud los alcances de esta recuperación.

A pesar de que todo apunta a cierta recuperación para mediados de la década, no contamos con evidencia concreta que nos permita afirmar que esto fue la norma para el conjunto del sector industrial. A juzgar por la evolución del stock de capital fijo del sector industrial, hasta fines de la década el sector parece haber enfrentado dificultades. Si bien es posible que esta retracción se explique principalmente por la restricción externa más que por la incapacidad de obtener ganancias de las empresas, no deja de ser verdad que si estas existieron no se reflejaron en un marcado aumento patrimonial o en su defecto en distribuciones a sus accionistas. Sin poder llegar a una conclusión sobre este punto, la evidencia analizada sugiere la idea de que el sector industrial experimentó dificultades, pero probablemente obtuvo mantuvo cierto nivel de rentabilidad, que aunque en niveles muy inferiores a la década previa, le permitió sostener una modesta distribución de dividendos.

Globalmente analizados, el Peronismo y la década de 1950 sugieren una baja en los niveles de rentabilidad respecto al período previo. A pesar de este recrudecimiento en la situación de las empresas, es probable que con excepción de los años entre 1949 y 1952, las ganancias fuesen relativamente estables, aunque más no sea, por la disponibilidad de crédito barato. Para presentar una imagen más detallada al respecto, son necesarios nuevos estudios sobre este punto. Pero en la trayectoria que estamos presentando, el Peronismo y los años 1950 no son el centro de la escena. El verdadero problema lo constituye la década de 1960.

Hemos señalado en varios lugares del trabajo la relevancia de la década de 1960. Tres elementos hacen a este período especialmente interesante a nuestro criterio. Primero, es el de mayor retracción en todos los indicadores financieros abordados. Segundo, es el período más celebrado en la literatura económica no liberal en cuanto al crecimiento económico e industrial al menos de 1930 en adelante. Tercero, es el período para el que menos certezas tenemos sobre la situación económica de las empresas. Claramente, se trata de una complejidad de problemas que en cierto modo exceden los límites de esta tesis, pero sobre los cuales no podemos dejar de advertir. Sobre el problema específico que veníamos discutiendo previamente, que es el de la rentabilidad empresarial, nuestros hallazgos parecen darle la razón a la visión más pesimista del período. Aunque reconocemos que

cuesta conciliar este diagnóstico con algunos fenómenos macroeconómicos previamente descritos, como la expansión del capital fijo y el aumento de la productividad manufacturera, entre la evidencia analizada, no hay nada que nos dé a entender que, al menos el conjunto de empresas cotizantes en el mercado, estuviese en buenas condiciones económicas.

Aunque reconocemos la posibilidad de ciertas distorsiones en los cálculos en función de la variación en los criterios de valuación utilizados en los revalúos contables, sobre los cuales hemos basado nuestras estimaciones, en general los resultados son robustos. Entre las empresas estudiadas, únicamente las alimenticias tuvieron resultados económicos positivos, lo que a su vez, se tradujo en importantes distribuciones de dividendos. El resto de las compañías, muchas de las cuales figuraban entre las más grandes del país, como Acindar, Alpargatas y Celulosa, obtuvo resultados económicos muy decepcionantes. No sólo no lograron incrementar su patrimonio, sino que no distribuyeron ganancia alguna e incluso requirieron nuevos aportes de capital. Aunque es verdad que estas empresas incorporaban o al menos mantenían sus activos fijos, incrementando su capacidad productiva, se pudo constatar en sus estados contables el continuo apoyo del capital externo, ya sea bajo la forma de créditos de instituciones financieras o de deudas comerciales. Aunque no ha sido el objeto central de este trabajo, proponemos que bien podría estar sucediendo que las compañías hubiesen continuado el proceso de expansión productiva basándose en fuentes externas de financiación, aún en un contexto de rentabilidad nulo. Sobre estos aspectos surge un problema de investigación para retomar a futuro. Si se comprobase esta dinámica, bien podría conciliarse la situación macroeconómica relativamente favorable con una situación a nivel de la empresa relativamente adverso.

Respecto a los trabajos que señalan una situación económica favorable al sector industrial y niveles de rentabilidad satisfactorios, no podemos dar una respuesta certera. Aunque es posible que una causa menor de las divergencias entre sus resultados y los nuestros se deban a diferentes criterios de composición de la muestra de análisis, lo más probable es que se deba a distintos vicios en su metodología y fuentes. Por un lado, las series de cuentas nacionales disponibles presentan importantes variaciones y se encuentran sujetas a algunos

problemas metodológicos. Por otro lado, aunque algunos de estos enfoques macro tuviesen cierta exactitud, refieren más bien a productividad del capital, o indicadores brutos de rentabilidad. Por más que lo intenten, difícilmente puedan dar cuenta de los múltiples factores que median entre estos resultados y la rentabilidad empresarial efectiva. Sin entrar en detalles sobre estos problemas, basta tener en cuenta el impacto de la inflación sobre la tenencia de activos financieros para tener dimensión de este punto. Sobre los trabajos que han trabajado a partir del análisis de estados contables, suponemos que sus errores se deben a problemas en la re estimación individual de las cuentas de resultado. Como le ha señalado De Pablo (1975) a Petrei (1973), una mala estimación en el costo, o un error en el cálculo de los múltiples ítems que involucra el resultado por exposición a la inflación, puede dar lugar a estimaciones de utilidad completamente fuera de lugar. Por otro lado, en función del trabajo que hemos realizado a partir del estudio de estados contables de empresas cotizantes, nos animamos a decir que en muchas ocasiones la información necesaria para realizar tales estimaciones simplemente no se halla expuesta ni puede ser estimada.

Por último, un criterio que hace a la solidez de las conclusiones es la cohesión con el conjunto de evidencia disponible sobre el mismo fenómeno. Debemos preguntarnos ¿Las conclusiones de estos trabajos, son coherentes con el escenario general que conocemos? Respecto a nuestras conclusiones sobre la década de 1960, podemos señalar que son muy coherentes en función de la trayectoria de las empresas en el mercado y de los crecientes problemas de caja en las empresas. Estos últimos, han sido señalados en múltiples trabajos y debates contemporáneos, como los estudios de Itzcovich (1969b), de FIEL (1971), y de Monti (1971), y por trabajos posteriores el de Rougier (2009). Por el contrario, si las empresas fuesen rentables ¿Por qué nadie se interesaba por ellas en el mercado? ¿Por qué su patrimonio neto quedaba continuamente relegado? ¿Por qué los inversores no recibieron ganancia alguna? ¿Por qué tanta dependencia del crédito subsidiado y la asistencia financiera estatal? Y dejamos planteada la pregunta para futuros trabajo ¿Pudo haber sido la decadencia financiera de 1960 un síntoma temprano de la caída generalizada del sector manufacturero luego de 1975? A pesar de que excede por mucho los límites de este trabajo, probablemente algo de ello sea verdad. Téngase como ejemplo la multiplicidad de empresas con dificultades financieras crecientes que se adhieren al plan de Rehabilitación

de empresas de 1968 y su desenlace varios años después, con muchas de estas empresas fundidas o nacionalizadas, como fue el caso de SIAM.

Más allá de la discusión sobre los niveles de rentabilidad empresariales durante las décadas analizadas, sobre las que es evidente que deben encararse nuevos trabajos a futuro, es claro que lo que está marcando el pulso de los mercados financieros, es el flujo de fondo generado entre las unidades económicas participantes. Así, la crisis del mercado bursátil puede entenderse como un reflejo de la caída del flujo de fondos recibido por los inversores y de las perspectivas a futuro, que salvo ciertos períodos de euforia, fueron bastante negativas. Lo mismo cabe decir sobre el sistema bancario. Aunque sólo lo hemos tocado tangencialmente, la crisis del mismo a nuestro juicio se vincula con el rígido control de tasas, cuyo objetivo explícito era el de mantener deprimidos los costos financieros del sector industrial, cada vez más necesitado de toda ayuda posible. Al analizar la imagen general, volvemos a preguntarnos, por qué empresas, pero también Estado, se manifiestan incapaces de generar flujos de fondos estables hacia sus financistas. En el caso de las acciones, se dispensan la distribución de dividendos en efectivo. En el caso del sistema bancario, se establecen férreos controles de tasas para garantizar el acceso a créditos baratos ¿Por qué? Aunque es en extremo contra factual, y probablemente para el caso Argentino sea difícil de estimar por la fragilidad de las fuentes, una forma posible de pensar este problema es plantearlo en función de la tasa natural de interés, o tasa de interés de equilibrio. Sin entrar en los detalles de definición y problemas de estimación, puede pensarse a la misma como la tasa de interés que permite alcanzar la ocupación plena de los factores productivos. Con este concepto, podemos pensar que la Argentina, de forma creciente entre 1949 y 1970 fue disminuyendo sistemáticamente tal tasa de equilibrio, y lo que vemos en el mercado es la consagración de esta dinámica. Al hundirse la tasa a territorio negativo, el sistema financiero parece haberse constituido en un mecanismo de compensación para las unidades económicas deficitarias e ineficientes. En un contexto de represión financiera, esto permitió al conjunto de la economía funcionar, aunque con problemas, durante un tiempo. Pero durante los años 1960 el sistema financiero quedó exhausto. A nivel monetario, esto se plasmó en una gran caída de las tenencias de activos locales. A nivel bursátil, en una apatía total de los inversores por el mercado. Si bien

reconocemos el nivel especulativo de esta hipótesis, también creemos que puede ser un camino interesante de seguir en el futuro, aunque ya desde una óptica macroeconómica bastante alejada al enfoque propuesto para este trabajo.

Material consultado

Fuentes primarias:

Alpargatas – Balance (1921-1970)
Alpargatas – Memoria anual (1921-1970)
Alpargatas – Cuadros económicos (1921-1970)
Acindar – Balance (1943-1970)
Acindar – Memoria anual (1948-1970)
Acindar – Cuadros económicos (1948-1970)
Celulosa – Balance (1959-1970)
Celulosa – Cuadros económicos (1959 – 1970)
Terrabusi – Balance (1959 – 1970)
Bagley – Balance (1959 – 1970)

Publicaciones periódicas

Revista Camoatí (1940-1948)
Revista Veritas (1934-1950 / 1960-1970)
Revista Panorama de la Economía Argentina (1957-1970)
Boletín Techint (1960-1970)
Banco Central de la República Argentina – Memoria Anual (1946 – 1955 y 1964)
Banco Central de la República Argentina – Boletín estadístico (1961)
Bolsa de Comercio de Buenos Aires – Memoria Anual (1935 – 1967)
Bolsa de Comercio de Buenos Aires – Boletín Semanal (1935 – 1970)
Bolsa de Comercio de Buenos Aires – Anuario Estadístico (1955-1957)

Bases de datos

Bureau of Economic Analysis – Interactive Data disponible en <https://apps.bea.gov/itable/index.cfm>

Shiller, Robert – Online data, disponible en <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

NYSE *Data overview*, disponible en <https://www.nyse.com/data/transactions-statistics-data-library>

Maddison Project Database, version 2018. Bolt, Jutta, Robert Inklaar, Herman de Jong and Jan Luiten van Zanden (2018), “Rebasing ‘Maddison’: new income comparisons and the shape of long-run economic development”, Maddison Project Working paper 10 disponible en <https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/maddison/>

Fondo Monetario Internacional - International Financial Statistics disponible en <http://data.imf.org/?sk=4C514D48-B6BA-49ED-8AB9-52B0C1A0179B>

FRED – St. Luis FED disponible en <https://fred.stlouisfed.org/>

Flow of Funds - FED (Reserva Federal de los Estados Unidos), disponible en <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/>

Balances Consolidados de las entidades financieras – Banco Central de la República Argentina – Disponible *on line* en http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp

Artículos periodísticos y discursos

Sturzenegger, Federico (2017). Discurso pronunciado en el cierre del *XX Taller de Economía Internacional y Finanzas*, Buenos Aires, 20 y 21 de marzo, versión *on line* disponible en http://www.bcra.gov.ar/Noticias/Sturzenegger_XX_Taller_Post.asp

“Créditos hipotecarios: la Argentina, a la cola de los países de la región”, (18/07/2012), La Nación, disponible *on line* <https://www.lanacion.com.ar/1491516-hipotecas-en-america-latina-la-argentina-a-la-cola-de-los-paises-de-la-region>

Daghero, Matías. (06/10/2017). *El mercado local es el menos desarrollado de toda la región*, El economista, disponible *on line* en <http://www.eleconomista.com.ar/2017-10-mercado-local-menos-desarrollado-toda-la-region/>

Bibliografía

- Aisenstein, Salvador (1940). *El Banco central de la República Argentina y su función reguladora de la moneda y del crédito*, Buenos Aires, Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Instituto de economía bancaria.
- Alemann, Juan (1956). *La bolsa; técnica de la operación bursátil y análisis del mercado de acciones de Buenos Aires*, Buenos Aires, Selección Contable.
- Altimir, Oscar; Santamaría, Horacio & Sourrouille, Juan (1966). “Los instrumentos de promoción industrial en la postguerra”, *Desarrollo Económico*, Vol. 6, N° 21, pp. 89-144.
- Altimir, Oscar; Santamaría, Horacio & Sourrouille, Juan (1967a). “Los instrumentos de promoción industrial en la postguerra”, *Desarrollo económico*, Vol. 6, N°24, pp. 709-734.
- Altimir, Oscar; Santamaría, Horacio & Sourrouille, Juan (1967b). “Los instrumentos de promoción industrial en la postguerra”, *Desarrollo Económico*, Vol. 7, N° 26, pp. 893 – 918.
- Ángel, Gustavo & Marichal, Carlos (2003). “Poder y crisis: historiografía reciente del crédito y la banca en México, siglos XIX y XX”, *Historia mexicana*, Vol. 52, N°3, pp. 677-724.
- Arestis, Philip; Demetriades, Panicos & Luintel, Kul (2001), “Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 33, N° 1, pp.16-41.
- Arnaudo, Aldo (1957). “La inversión de las reservas de las instituciones jubilatorias en Argentina durante el periodo 1946-52”, *Banco de la Provincia de Córdoba: Revista de economía*, N° 8, pp. 31-58.
- Arnaudo, Aldo (1973). “Balances Agregados de 58 Empresas Manufactureras”, *Serie Material de Trabajo*, N°9, Universidad Nacional de Córdoba.
- Arnaudo, Aldo (1975). “Rentabilidad de empresas e inflación”, ponencia presentada en la Reunión Anual N° 10 de la Asociación Argentina de economía política. Universidad Nacional de Mar del Plata, 3-5 de noviembre.
- Arnaudo, Aldo (1981). “El crecimiento financiero argentino en los últimos cuarenta Años”, *Revista de Economía y Estadística*, Vol. 22, N°1-2-3-4, pp. 9-47.
- Arnaudo, Aldo; Bartolomei, José & Bertinotti, Nelva (1966). *Márgenes de beneficio en el sector manufacturero argentino*, Córdoba, La Facultad.

- Banco Central de la República Argentina (1975). *Sistema de cuentas del producto e ingreso de la Argentina. Cuadros estadísticos*, Buenos Aires, Gerencia de Investigaciones económicas.
- Banco Central de la República Argentina (1976). *Cuentas nacionales de la República Argentina. Series Históricas*, Buenos Aires, Gerencia de Investigaciones económicas.
- Barbagallo, Lionel & Rougier, Marcelo (2017). “La política monetaria y crediticia durante el Peronismo: un análisis de la estadística”, *Ejes de Economía y Sociedad*, Vol. 1, N°1, pp. 45-73.
- Barbero, María Inés (2000). “Mercados, redes sociales y estrategias empresariales en los orígenes de los grupos económicos. De la Compañía General de Fósforos al Grupo Fabril, 1889-1929”, *Estudios migratorios latinoamericanos*, N° 44, pp. 129-146.
- Barbero, María Inés (2006). “La historia de empresas en Argentina: trayectoria y temas de debate en las últimas dos décadas”, en Gelman, J. (coord.) *La historia económica argentina en la encrucijada. Balances y perspectivas*, Buenos Aires, Prometeo.
- Barbero, María Inés & Jacob, Raúl (comps.) (2008). *La nueva historia de empresas en América Latina y España*, Buenos Aires, Temas.
- Barugel, Ernesto; Marchetti, José María & Villena, Sebastián (2003). *El valor de los campos en la Argentina*, Tesis de maestría, UCEMA, Buenos Aires.
- Beck, Thorsten; Levine, Ross & Loayza, Norman (2000), “Finance and the Sources of Growth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, N°1-2, pp. 261–300.
- Belini, Claudio (2008). “Una época de cambios: la industria textil argentina entre dos crisis, 1914-1933”, *Estudios Ibero-Americanos*, Vol. 34, N° 2, pp. 31-48.
- Belini, Claudio (2009). *La industria peronista*. Buenos Aires, Edhasa.
- Belini, Claudio (2010). “La Compañía General de Fósforos y los orígenes de la industria hilandera de algodón en Argentina, 1920-1935”, *América Latina en la historia económica*, N° 34, pp. 93-123.
- Belini, Claudio (2014). *Convenciendo al capital. Peronismo, burocracia, empresarios y política industrial, 1943-1955*, Buenos Aires, Edhasa.
- Belini, Claudio (2017). “The rise of the Textile District of Buenos Aires and the Limits of Import Substitution Industrialization in the First Half of the Twentieth Century”, *Revista de Historia Industrial*, Vol. 26, N°. 66, pp. 159-190.
- Berardi, Jorge (1974). *La crisis del mercado de valores argentino en la capitalización empresarial*, Buenos Aires, Sudamericana.

- Bertino, Magdalena (2013). “La industria textil uruguaya: concentración de capitales y articulación regional, 1900-1960”, *H-industri@: Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina*, Vol. 3, N° 5.
- Bertola, Luis & Ocampo, Luis (2013). *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, FCE, Mexico.
- Blanco, Eugenio (1956). *La moneda, los bancos y la economía nacional*, Argentina, Buenos Aires, Ministerio de Hacienda de la Nación.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1963). “Deliberaciones y resoluciones” de la *Reunión de Bolsas y Mercados de valores de América*, celebrada los días 25,26 y 27 de octubre de 1961 en Buenos Aires.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1966). *Jornadas para dirigentes de bancos*, Buenos Aires.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1967). *Segundas jornadas para dirigentes de bancos*, Buenos Aires.
- Bosworth, Barry; Hymans, Saul & Modigliani, Franco (1975). “The stock market and the economy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, N°2, pp. 257-300.
- Brodersohn, Mario (1973): “Financiamiento de empresas privadas y mercados de capital”, *El Sistema financiero argentino: documentos del Simposio de Buenos Aires, 1972*, Buenos Aires, Programa Latinoamericano para el Desarrollo del Mercado de Capital.
- Cadierno, Benjamín; Chiorchetti, Ernesto & Las Heras, Jorge (1973). “Política de dividendos de las empresas que hacen oferta pública de sus títulos valores en la BCBA”, *El Sistema financiero argentino: documentos del Simposio de Buenos Aires, 1972*, Buenos Aires, Programa Latinoamericano para el Desarrollo del Mercado de Capital.
- Cafiero, Antonio (1961). *Cinco años después*, Buenos Aires, Talleres El Gráfico/Impresores.
- Camou, María & Maubrigades, Silvana (2009). “Tejiendo una historia: evolución de la industria textil uruguaya, 1898-2000”, *H-industri@: Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina*, Vol. 3, N°5.
- Carbonell Tur, Antonio (1971). *La estabilidad monetaria y la banca comercial en la república Argentina, período 1935 – 1969*, Buenos Aires, Asociación de Bancos de la República Argentina.
- CEMLA (1968a). *El mercado de capitales en Argentina*, México DF, Banco Interamericano de Desarrollo.

- CEMLA (1968b). *Os mercados de capitais do Brasil*, México DF, Banco Interamericano de Desarrollo.
- CEMLA (1969). *Análisis de mercados latinoamericanos de capitales*, México DF, Banco Interamericano de Desarrollo.
- CEMLA (1971). *Recursos nacionales de inversión en América Latina*, México DF, Banco Interamericano de Desarrollo.
- CEPAL (1959). *El desarrollo económico de la Argentina*, México DF, Naciones Unidas.
- CEPAL (1968). *Desarrollo económico y distribución del ingreso en la Argentina*, Nueva York, Naciones Unidas.
- Ceva, Mariela (2010). *Empresas, trabajo e inmigración en la Argentina: los casos de la Fábrica Argentina de Alpargatas y la Algodonera Flandria, 1887-1955*, Buenos Aires, Editorial Biblos.
- Christopoulos, Dimitris & Efthymios, Tsionas (2004). “Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests”, *Journal of Development Economics*, Vol. 73, N°, pp. 55-74.
- Chu, David (1972). *The Great Depression and Industrialization in Latin America: Responses to Relative Price Incentives in Argentina and Colombia, 1930-1945*, Tesis doctoral, Yale University, Estados Unidos.
- Comisión Nacional de Valores, (1971), *El mercado de valores en la década de 1960. Síntesis estadística*, Buenos Aires.
- Corso, Eduardo (2015). *Ambigüedad y decisiones de cartera*, Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, Argentina.
- Cortés Conde, Roberto (2002). “La Economía Política del Peronismo (1946-1955)”, *Anuario del Centro de Estudios Históricos Profesor Carlos SA Segreti*, Vol. 2-3, N°1,2,3, pp. 211-222.
- Cortés Conde, Roberto (2011). *La Cédula Hipotecaria Argentina*. Buenos Aires.
- Cortés Conde, Roberto; D’Amato, Laura & Ortiz Batalla, Javier (eds.) (2014). *Historia de las instituciones monetarias argentinas*, Buenos Aires, Temas.
- Cuesta, Eduardo Martín (2013). “Precios, Salarios, Peronismo y Empresa. El caso del Mercado Central de Frutos de Argentina (1938-1958)”, *Anuario del Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo*, Buenos Aires, N° 5, pp. 53 – 80.
- Cuesta, Eduardo Martín (2014). “Precios, salarios y empresa en la Argentina próspera. El caso del Mercado Central de Frutos (1887-1930)”, *H-industri@: Revista de*

historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina, Vol. 8, N° 14.

Cuesta, Martin Eduardo & Newland, Carlos (2016). “Rentabilidad y patrimonio en tres grandes empresas argentinas, 1926-1955”, *América Latina en la Historia Económica*, Vol. 23, N° 2, pp. 204-228.

De Pablo, Juan Carlos (1975). “Sobre la rentabilidad real de la industria argentina: una crítica a la estimación de Petrei”, *Boletín Techint*, N° 197, pp. 62-65.

Della Paolera, Gerardo (1988). *How the Argentine economy performed during the international gold standard: A reexamination*, Tesis doctoral, Universidad de Chicago, Departamento de economía, Estados Unidos.

Della Paolera, Gerardo & Ortiz Batalla, Javier (1995). “Dinero, Intermediación Financiera y nivel de Actividad en 110 Años de Historia Económica Argentina”, *Documentos de Trabajo*, N°36, Buenos Aires, Universidad Torcuato Di Tella.

Della Paolera, Gerardo & Taylor, Alan (1997). “Finance and Development in an Emerging Market: Argentina and the Interwar Period”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, N° 6236.

Díaz Alejandro, Carlos (1975). *Ensayos sobre la historia económica argentina*, Buenos Aires, Amorrortu.

Elías, Victor (1969). *Estimates of Value Added, Capital Labor in Argentine Manufacturing 1935-1963*, Tesis Doctoral, Universidad de Chicago.

Elías, Victor (1988). “Productividad en el sector industrial Argentino”, *Económica*, Vol. 34, N°2, pp. 185-202.

Engels, Federico & Marx, Carlos (1962). *El capital*, La Habana, Editorial de Ciencias Sociales.

Ferrer, Aldo (1998), *La economía argentina*, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica.

Ferreres, Orlando (2005). *Dos siglos de economía Argentina (1810-2004)*, Buenos Aires, Editorial El Ateneo.

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) (1971). *La financiación de las empresas industriales en la Argentina: análisis del origen y aplicación de fondos en el período 1961-1969*, Buenos Aires, FIEL

García Martínez, Carlos (1965). *La inflación argentina*, Buenos Aires, Guillermo Kraft.

Gerchunoff, Pablo & Antúnez, Damián (2002). “De la bonanza peronista a la crisis de desarrollo” en Torre, Juan Carlos (coord.), *Nueva historia argentina. Los años peronistas (1943-1955)*, tomo 8, pp. 125-206, Buenos Aires, Sudamericana.

- Gerchunoff, Pablo & Llach, Juan (1975). "Capitalismo industrial, desarrollo asociado y distribución del ingreso entre los dos gobiernos peronistas: 1950- 1972", *Desarrollo Económico*, Vol. 15, N° 57, pp.3-54.
- Gerchunoff, Pablo & Llach, Lucas (1998). *El ciclo de la ilusión y el desencanto*, Buenos Aires, Ariel.
- Girbal-Blacha, Noemí (1993). *Historia del Banco de la Provincia de Buenos Aires: gestión del doctor Arturo Jauretche, 1946-1950*, Buenos Aires, Ediciones del Banco de la Provincia de Buenos Aires.
- Girbal-Blacha, Noemí (1999). "Grandes y pequeños créditos a la industria textil argentina", *Trabajos y Comunicaciones*, N°25, pp. 217-239.
- Goetz, Arturo Luis (1976). "Concentración y desconcentración en la industria argentina desde la década de 1930 a la de 1960", *Desarrollo Económico*, Vol. 15, N° 60, pp. 507-548.
- Goldsmith, Raymond (1963). *La estructura financiera y el crecimiento económico*, México DF, CEMLA.
- Goldsmith, Raymond (1967). *The determinants of financial structure*, Paris, OECD.
- Gómez - Galvarriato, Aurora (2007). "The Political Economy of Protectionism: The Mexican Textile Industry, 1900–1950", en Edwards, S.; Esquivel, G. & Márquez, G. (eds.) *The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises*, Chicago, University of Chicago Press.
- Gómez, Juan (2012). "Empresarios de la vivienda. El caso F.I.N.C.A y las compañías de Crédito Recíproco frente a las políticas del Banco Hipotecario Nacional entre 1946 y 1955", *Anuario del CEEED*, N° 4, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, pp. 149 – 190.
- Gómez, Juan (2015). "Un país por construir. Las políticas del Banco Hipotecario Nacional durante el primer Peronismo, 1946-1955", ponencia presentada en el *XI Congresso Brasileiro de História Econômica*, 14 – 16 de septiembre de 2015, Victoria, Brasil.
- Graña, Juan (2007). "Distribución funcional del ingreso en la Argentina. 1935-2005", *Documento de trabajo del CEPED*, Vol. 8.
- Grupo Nacional Argentino (1973). *El Sistema financiero argentino: documentos del Simposio de Buenos Aires, 1972*, Buenos Aires, Programa Latinoamericano para el Desarrollo de Mercados de Capital.
- Guerberoff, Simón (1977). "Un análisis de la performance del segmento industrial estable y su impacto en el modelo de crecimiento económico argentino (1949-1967)", *Desarrollo económico*, Vol. 16, N°64, pp. 467-504.

- Gurley, John & Shaw, Edward (1967). "Financial structure and economic development", *Economic development and cultural change*, Vol. 15, N°3, pp. 257-268.
- Gutiérrez, Leandro & Korol, Juan Carlos (1988). "Historia de empresas y crecimiento industrial en la Argentina. El caso de la Fábrica Argentina de Alpargatas" *Desarrollo Económico*, Vol. 28, N°111, pp. 401-424.
- Haber, Stephen & Razo, Armando (1998). "The rate of growth of productivity in Mexico, 1850 – 1933: Evidence from the Cotton Textile Industry", *Journal of Latin American Studies*, Vol. 30, N° 3, pp. 481 – 517.
- Haber, Stephen (1991). "Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1830-1930", *Journal of Economic History*, Vol. 51, N°3, pp. 559-580.
- Haber, Stephen (1992). "Business, enterprise and the Great Depression in Brazil: a study of profits and losses in textile manufacturing", *The Business History Review*, Vol. 66, N° 2, pp. 335-363.
- Haber, Stephen (1997). "Financial Markets and Industrial Development: A Comparative Study of Governmental Regulation, Financial Innovation and Industrial Structure in Brazil and Mexico, 1840-1940", en Haber, S. (ed.) *How Latin America Fell Behind?*, Stanford, Stanford University Press, pp. 146-178.
- Heyman, Daniel (1980). "Las fluctuaciones de la industria manufacturera Argentina, 1950-78", *Cuadernos de la CEPAL*, N°34.
- Hilferding, Rudolf (1985). *El capital financiero*, Madrid, Tecnos.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (1990). *Estatísticas históricas do Brasil: séries econômicas, demográficas e sociais de 1550 a 1988*, Río de Janeiro, Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.
- Iñigo Carrera, Juan (2007). *La formación económica de la sociedad argentina*, Vol. 1, Buenos Aires, Imago Mundi.
- Itzcovich, Samuel (1969a). "Análisis de la estructura financiera argentina, 1955-1965" *Desarrollo Económico*, Vol. 8, N° 32, pp. 487-509.
- Itzcovich, Samuel (1969b). "Un sistema de transacciones financieras para la Argentina (1955-1965)", *Documento de trabajo del Centro de Investigaciones económicas, Instituto Torcuato Di Tella*, N° 40, Buenos Aires.
- King, Robert & Levine, Ross (1993). "Finance and growth: Schumpeter might be right", *The quarterly journal of economics*, Vol. 108, N°3, pp. 717-737.

- Larry, Neal (1993). "The finance of business during the industrial revolution" en Floud, R & McCloskey, D. (eds.), *The Economic History of Great Britain, 1700-1860*, Vol. 1, Cambridge, Cambridge University Press.
- Levine, Ross & Zervos, Sara (1998), "Stock markets, banks, and economic growth", *American economic review*, Vol. 88, No. 3, pp. 537-558.
- Levine, Ross (2005). "Finance and Growth: Theory and Evidence", *Handbook of Economic Growth*, Vol. 1, N°1, pp. 865 – 934.
- López, Pablo & Rougier, Marcelo (2012). "El mercado de valores y la financiación de la inversión. La experiencia argentina en la segunda posguerra" *Revista Electrónica de Fuentes y Archivos Centro de Estudios Históricos "Prof. Carlos S. A. Segreti"*, N° 3, pp. 124-152.
- López, Pablo (2012). "Nacional Financiera durante la industrialización vía sustitución de importaciones en México", *América Latina en la historia económica*, Vol. 19, N° 3, pp. 129-163.
- Maia, José & Nicholson, Pablo (2001). "El stock de capital y la productividad total de los factores en la Argentina", *Documentos de trabajo*, Ministerio de Economía de la República Argentina.
- Maito, Esteban (2013). "La Argentina y la tendencia descendente de la tasa de ganancia 1910-2011", *Realidad Económica*, N° 275, pp. 127-52.
- Maíto, Esteban (2014). "La transitoriedad histórica del capital", *Revista Razón y Revolución*, N°26, pp. 1-31.
- Marichal, Carlos & Ceruti, Mario (comps.) (1997). *Historia de las grandes empresas en México, 1850-1930*, Universidad Autónoma de Nuevo León.
- Martijena, Armando *et al.* (1967). "Pérdidas de las empresas en un proceso inflacionario", *Revista FIEL*, N°. 1, pp. 177-234.
- McKinnon, Ronald (1973). *Money and capital in economic development*, Washington DC, The Brookings Institution.
- Merton, Robert (1985). "On the current state of the stock market rationality hypothesis", ponencia presentada en la *Conferencia Ítalo-Americana en honor a Franco Modigliani*, Martha's Vineyard.
- Michelena, Gabriel (2009). "La evolución de la tasa de ganancia en la Argentina (1960-2007): caída y recuperación", *Realidad económica*, N° 248, pp. 83-106.
- Monti, Ángel (1971). *Política de liquidez e inversión industrial*, Buenos Aires, Fundación Eugenio A. Blanco. Departamento de Investigaciones

- Moreno Lázaro, Javier (2013). “La bolsa de la Habana, el mercado mundial de azúcar y las fluctuaciones de la economía cubana, 1910 – 1959”, *Revista de Historia Económica*, Vol. 31, N° 1, pp. 111-143.
- Moreno Lázaro, Javier, (2015). “The stock exchange, the state and economic development in Mexico, 1932 - 1976”, *Revista de Historia Económica / Journal of Iberian and Latin American Economic History*, Vol. 33, N° 2, pp. 321-350.
- Moreno Lázaro, Javier (2017). “La bolsa de valores de México durante el Porfiriato y la revolución, 1885 – 1934”, *América Latina en la Historia Económica*, Vol. 24, N° 1, pp. 98-139.
- Nakamura, Leonard & Zarazaga, Carlos (2001). “Banking and finance in Argentina in the period 1900-35”, *Working Paper*, N° 01-7, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Newland, Carlos (2015). “Sobre las estrategias, utilidades y valuación del grupo Garovaglio y Zorraquín durante el Siglo XX”, *Revista de Historia Industrial*, N°60, pp. 81-102.
- Newland, Carlos (2016). *Créditos privilegiados, redescuentos y política en la Argentina de Entreaguerras*, disponible on line en https://www.researchgate.net/publication/316147790_Creditos_privilegiados_redescuentos_y_politica_en_la_Argentina_de_entreguerras
- Newland, Carlos (2017). “Una aproximación macroeconómica al cambio estructural argentino, 1926-1945”, *Desarrollo Económico*, Vol. 57, N°222, pp. 329 – 352.
- Novick, Susana (1986). *IAPI, auge y decadencia*, Buenos Aires, Centro Editor de América Latina.
- Noya, Andrés (1970). *El sistema financiero argentino*, Buenos Aires, Selcon.
- Odisio, Juan & Rougier, Marcelo (2011). “Estrategias de desarrollo y modalidades del financiamiento en el “canto de cisne” de la industrialización argentina”, *Anuario de la escuela de Historia*, Universidad Nacional de Rosario, N°23.
- Odisio, Juan & Rougier, Marcelo (coords.) (2016). *Estudios sobre planificación y desarrollo*, Buenos Aires, Lenguaje Claro Editora.
- OECEI (1966). *Argentina Económica y financiera*, Buenos Aires, OECEI.
- Olarra Jiménez, Rafael & Rubio, Antonio, (1973), “Tasas de interés, ahorro y sistema bancario: transferencias intersectoriales de ingresos por efectos de las tasas negativas de interés”, *El Sistema financiero argentino: documentos del Simposio de Buenos Aires, 1972*, Buenos Aires, Programa Latinoamericano para el Desarrollo del Mercado de Capital.
- Olarra Jiménez, Rafael (1968). *Evolución Monetaria Argentina*, Buenos Aires, Eudeba.

- Perón, Juan (1976). *Yo, Juan Domingo Perón, relato autobiográfico*, Barcelona, Espejo del Mundo.
- Petrecolla, Alberto (1970). “Sustitución de importaciones y formación de capital”, *Económica*, Vol. 16, N°1, pp. 99-127.
- Petrei, Amalio (1973). “Rates of return to physical capital in manufacturing industries in Argentina”, *Oxford Economic Papers*, Vol. 25, N°3, pp. 378-404.
- Pineda, Yovana (2006). “Sources of finance and reputation: Merchant finance groups in argentine industrialization, 1890-1930”, *Latin American Research Review*, Vol. 41, N°2, pp. 3-30.
- Pineda, Yovanna (2007). “Manufacturing Profits and Strategies in Argentine Industrial Development, 1904-1930”, *Business History*, Vol. 49, N°2, pp. 186-210.
- Prados de la Escosura, Leandro & Sanz Villarroja, Isabel (2004). “Institutional instability and growth in Argentina: a long-run view”, *Working Papers. Economic History and Institutions*, N° 04-67, Universidad Carlos III.
- Prebisch, Raúl (1956). “Informe preliminar acerca de la situación económica”, *El trimestre Económico*, Vol. 23, N°89, pp. 1-41.
- Ramos, Adrián & Sourrouille, Juan (2013). “El trigo y las ganancias del IAPI entre 1946 y 1949: Miranda y la política económica en los inicios del Peronismo”, *Documentos de Trabajo del IIEP*, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.
- Randall, Laura. (1976). “Lies, damn lies, and Argentine GDP”, *Latin American Research Review*, Vol. 11, N°1, pp.137-158.
- Reca, Lucio & Verstraeten, Juan (1981). “La tasa social de retorno al capital en la Argentina (1935-1973)”, *Económica*, Vol. 27, N° 1-2, pp. 57-92.
- Regalsky, Andrés (1994). “La evolución de la banca privada nacional en Argentina (1880-1914). Una introducción a su estudio” en Marichal, C. & Tedde, P. (coords.), *La formación de los bancos centrales en España y América Latina (Siglos XIX y XX)*, Vol. 2, pp. 35-59, Banco de España - Servicio de Estudios de Historia Económica.
- Reilly, Frank (1997). “The impact of inflation on ROE, growth and stock prices”, *Financial Services Review*, Vol. 6, N° 1, pp. 1-17.
- Reutz, Ted (1991). “Ilusiones fiscales, dimensión y método de financiamiento del déficit fiscal del gobierno, 1928 – 1972”, *Revista Ciclos en la historia*, Vol. 1, N° 1, pp. 117 -148.

- Rougier, Marcelo (2001). *La política crediticia del Banco Industrial durante el primer Peronismo (1944-1955)*, Buenos Aires, UBA, CEEED-Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo.
- Rougier, Marcelo (2004). *Industria, finanzas e instituciones en la Argentina: la experiencia del Banco Nacional de Desarrollo, 1967-1976*, Bernal, Universidad Nacional de Quilmes Editorial.
- Rougier, Marcelo (2007). “Crédito e industria en tiempos de Perón, 1944-1955”, *Revista de Historia Industrial*, N°35, pp. 79-113.
- Rougier, Marcelo (2009). “La expansión “por defecto” del estado empresario. La política económica frente a la crisis de las empresas industriales en la Argentina, 1960–1976”, *Investigaciones de Historia Económica*, Vol. 5, N°15, pp. 77-108.
- Rougier, Marcelo, (2011). “El mercado de valores durante el Peronismo. Las dificultades para conformar un ámbito de capitalización empresarial (1944-1955)”, *Investigaciones y Ensayos*, N° 59, pp. 511-564.
- Rougier, Marcelo (2012). *La economía del Peronismo*. Buenos Aires, Sudamericana.
- Rougier, Marcelo (2013). “Reflexiones sobre la historia de la industria y las empresas en América Latina”, *Revista de Historia Industrial*, N° 53, pp. 13-24.
- Rougier, Marcelo (coord.) (2014a). *Estudios sobre la industria argentina 1*, Buenos Aires, Lenguaje Claro Editora.
- Rougier, Marcelo (coord.) (2014b). *Estudios sobre la industria argentina 2*, Buenos Aires, Lenguaje Claro Editora.
- Rougier, Marcelo (coord.) (2014c). *Estudios sobre la industria argentina 3*, Buenos Aires, Lenguaje Claro Editora.
- Rougier, Marcelo & Sember, Florencia (2018). *Historia Necesaria del Banco central de la República Argentina*, Buenos Aires, Lenguaje Claro Editora.
- Rousseau, Peter & Sylla, Richard (1999). “Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, N° 7448.
- Ruiz, Julio (2014). “El IAPI y el financiamiento de la expansión industrial entre 1946 y 1955 ¿Qué dicen sus cuentas?”, *H-industri@: Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina*, N° 15.
- Schumpeter, Joseph (2015). *Capitalismo, Socialismo y Democracia*, Barcelona, Página Indómita.

- Schvarzer, Jorge, (1980), *Dinámica empresarial y desarrollo económico. Evolución de una muestra de grandes empresas argentinas en el período 1961-1979*, Buenos Aires, CISEA.
- Schvarzer, Jorge (1990). *El mercado bursátil*, CISEA, disponible on line en www.jorgeschvarzer.com
- Schvarzer, Jorge (1996). *La industria que supimos conseguir*, Buenos Aires, Planeta.
- Schwartz, Hugh (1969). *The argentine experience with industrial credit and protection incentives, 1943-1958*, Tesis Doctoral, Universidad Yale.
- Secretaria de Asuntos Económicos (1955). *Producto e ingreso de la República Argentina en el período 1935-54*, Buenos Aires, Secretaría de Asuntos Económicos.
- Shaik, Anwar (1995). "The stock market and the corporate sector: a profit based approach", *The Jerome Levy Economic Institute Paper*, disponible on line en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=87648
- Shiller, Robert (2015). *Irrational exuberance*. Princeton, Princeton University Press.
- Sourrouille, Juan (1978). "El desarrollo de las cuentas nacionales en la Argentina", *Ensayos Económicos*, N°5, pp. 41-77.
- Sourrouille, Juan (2007). "Activos y pasivos externos de la Argentina desde fines de la Segunda Guerra Mundial hasta 1958", *Desarrollo Económico*, Vol. 47, N°185, pp. 25-71.
- Streb, Jorge (1998). "Y, si no hay más remedio... Inflación, desconfianza y la desintegración del sistema financiero en la Argentina", *Desarrollo Económico*, Vol. 38, N° 152, pp. 199-214.
- Summers, Larry (1986). "Does the stock market rationally reflect fundamental values?", *The Journal of Finance*, Vol. 41, N° 3, pp. 591-601.
- Tafunell, Xavier (2000). "La rentabilidad financiera de la empresa española, 1880-1981: una estimación en perspectiva sectorial", *Revista de Historia Industrial*, N° 18, pp. 71-112.
- Tafunell, Xavier (2011) "Un siglo de formación de capital en América Latina 1856-1950. Ensayo de cuantificación general", ponencia presentada en el *X Congreso Internacional de la AEHE*, celebrado entre el 7 y 9 de septiembre, Carmona, España.
- Tandeter, Enrique & Korol, Juan Carlos (2001). *Historia económica de América Latina*, FCE, Buenos Aires.

- Todeschini, Federico (2004). “El BCRA y el IAPI en la política económica peronista: 1946-1955”, *Documentos de Trabajo*, N° 68, Departamento de economía, UDESA.
- Trew, Alex (2006). “Finance and Growth: A Critical Survey”, *Economic Record*, Vol. 82, N° 259, pp. 481- 490.
- Van Tienhoven, Gerardo (1967). “Las limitaciones a la tasa de interés y otras modalidades que configuran la competencia en la captación de ahorros por los bancos, instituciones hipotecarias, otros intermediarios financieros y usuarios del crédito”, *Segundas jornadas para dirigentes de bancos*, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Buenos Aires.
- Vázquez Presedo, Vicente, (1988). *Estadísticas históricas argentinas: compendio 1873-1973*, Buenos Aires, Academia Nacional de Ciencias Económicas, Instituto de Economía Aplicada.
- Vladímir Ílitx Lenin (1937). *Imperialismo, etapa superior del capitalismo*, Madrid, Europa-América Impresores.
- Xu, Zhenhui (2000). “Financial Development, Investment, and Growth”, *Economic Inquiry*, Vol. 38, N°2, pp. 331- 344.