

# **Patrimonio y Rentabilidad de una gran empresa textil argentina: Alpargatas S.A. (1926-1950)**

*Lionel Barbagallo  
Eduardo Martín Cuesta*

## **Introducción**

Este trabajo busca analizar la performance económica y financiera de una gran empresa Argentina entre 1921 y 1950. Para ello, se ha optado por trabajar con una de las empresas más representativas del período: la Fábrica Argentina de Alpargatas

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. Para ello, se utilizarán los indicadores de Rentabilidad sobre Patrimonio Neto, Dividendos, Retorno Total al Inversor, Cotizaciones Bursátiles y Ratio Q. Cuando la información disponible lo permita, se

realizarán comparaciones de estos índices con los agregados a nivel de sector y a nivel nacional, e incluso con otras experiencias de la región. Las fuentes a utilizar serán los balances y memorias de la empresa publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. 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 y Juan Carlos Korol (1988). En ese trabajo, se analizan el patrimonio y las utilidades, así como la evolución del capital, hasta 1940. Los autores también señalaban el escaso desarrollo del campo disciplinar que luego dio a llamarse "Historia de Empresas". Asimismo, mostraban que el estudio sectorial de la industria apenas si había avanzado, más allá de algunos trabajos aislados. Casi treinta años después el panorama no podría ser más diferente. Estas últimas décadas han visto un importante avance en el estudio de estas problemáticas. Los estudios sectoriales sobre la industria se han desarrollado notoriamente. Lo mismo cabe decir sobre la "Historia de Empresas": los últimos veinte años protagonizaron un boom historiográfico sobre esta vertiente. Gracias a ellos, se conoce con precisión la trayectoria sectorial de la industria textil, en la Argentina, en Uruguay, en México y en Brasil. Por otro lado, existen casos de estudio de otras empresas textiles que permiten

realizar análisis comparativos. Asimismo, avanzó profusamente el estudio del entorno financiero en el que actuaban estas empresas y tenemos un panorama más claro sobre las principales tendencias de rentabilidad del sector.

El trabajo parte de la hipótesis de que el cambio de políticas económicas en torno a 1930 tuvo un impacto profundo y positivo en el ritmo de crecimiento del sector industrial, y en particular del textil, donde se ubica el caso de Alpargatas S.A.. Este punto sobre el sector fue señalado por Petrecolla (1970), Gutierrez y Korol (1988), Bellini (2008) y Newland (2017). Teniendo en cuenta lo mencionado por la historiografía, se busca aportar el análisis de una serie de indicadores económicos y financieros no estudiados anteriormente. Además, se trabajará en un lapso temporal no abordado por los trabajos de Petrecolla, y Gutiérrez y Korol, lo cual permitirá discutir algunas de sus conclusiones. Asimismo, se comparará el desempeño de Alpargatas con otras empresas de Argentina, y de otros países de Latinoamérica.

### **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 estrepitosamente. Otros emprendimientos en el interior correrían la misma suerte.

Aunque la empresa 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 del sector textil en las décadas siguientes. 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 comienza a desarrollar 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. A todas luces, resulta evidente que la industria textil en su conjunto había alcanzado un escaso desarrollo durante este período. El censo industrial de 1914 revela que el sector textil representaba sólo el 10% de los capitales invertidos en la industria manufacturera y producía  $\frac{1}{7}$  del valor agregado por el sector manufacturero. En contraposición, la industria textil brasileña producía  $\frac{1}{4}$  del valor agregado del sector manufacturero para 1920.

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. 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 guerra, apenas si llegaba a abastecer el mercado local.

Si bien los años de la guerra dieron cierto impulso y protección a los textiles laneros y tejedurías de punto, 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 los años de la 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.

La Compañía General de Fósforos fue pionera en el desarrollo de la industria textil algodонера: 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 (esta última recién en los años '40 instaló su hilandería de algodón). 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.

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 de sus negocios. Adicionalmente, en

el año 1928 se 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 fenomenal expansión, la empresa decidió en 1930 expandir la sección de tejeduría, incorporando 30 telares Northrop y construyendo nuevos edificios a tales fines (Gutiérrez y Korol, 1988).

No obstante, a pesar de estos avances, la industria del algodón permaneció bastante limitada en los años '20 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. Existen dos líneas de interpretación para explicar el escaso desarrollo del rubro. Una interpretación sostiene que la causa del atraso se debía a las políticas librecambistas establecidas, y la poca protección brindada al sector. Otra interpretación sostiene que el problema



de la industria radicaba más bien en la escasez de materias primas de calidad y de mano de obra calificada. De todos modos, es probable que se haya tratado de una conjunción de estos elementos y no de una dinámica unicausal.

Durante los años '20, la industria textil debió enfrentar variadas dificultades que limitaron su expansión. En primer lugar, la tarifa. El alza de los precios hacia fines de la 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 CIF 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. Un fenómeno similar afectó al desarrollo de la industria textil en Uruguay, cuyo tipo de cambio se apreció marcadamente durante el período (Camou y 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 aumentada producción en el mercado mundial, y en gran medida en el argentino, 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 se tornó adverso, situación que se agravó especialmente luego de la modificación de los aforos aduaneros de 1924, que redujo aún más las tasas para ciertos productos textiles.

El consenso de los investigadores es señalar la década de 1930 como momento de despegue del sector textil en su conjunto. 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 industria, la Argentina generó un contexto favorable para el desarrollo del sector textil. Los principales cambios que beneficiaron a la industria pasaron por la devaluación de la moneda y el implemento de tarifas elevadas. De este modo, se revertían las condiciones adversas de la década previa. Adicionalmente, el tipo de cambio diferencial permitía la importación de equipos y maquinarias, muy por debajo del cambio vigente para la importación de artículos textiles. De este modo, se garantizaba el acceso a bienes de capital económicos. Como señala Newland (2017), estas transformaciones implicaron una modificación estructural en los precios relativos vigentes.

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 sin obstáculos 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 crecieron fuertemente. La industria Uruguaya sigue en cierto sentido este patrón de desarrollo (Camou y Maubrigades, 2009), aunque la rentabilidad en la industria Brasileña (Haber, 1992) y Mexicana (Gómez, 2007), por las particularidades antes mencionadas se vio fuertemente retraída, lo que impactó negativamente sobre las inversiones del sector.

Los diferentes análisis disponibles dan cuenta de este fenómeno. Juan Iñigo Carrera (2008) y Newland (2016) señalan el fuerte aumento en la rentabilidad del sector industrial una vez pasados los peores años de la crisis. Arnaudo (1973) 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 de aumento en los precios e inversiones que fue acicateado por la mejora en la tasa de ganancia del sector. Esta trayectoria no podría ser más divergente con la de Brasil. Haber (1992) estima que la rentabilidad del sector textil se hundió durante la década de 1930, siendo negativa durante varios años para el grueso de las empresas estudiadas. Esta trayectoria fue en cierta medida replicada por el mercado financiero. Mientras que las cotizaciones de las empresas brasileras cayeron bruscamente, en un mercado de escasa profundidad, en el panorama Argentino las cotizaciones siguieron una trayectoria francamente ascendente, con niveles de transacciones y emisiones continuamente en alza entre 1935 y 1948. (Elias, 1969)

Esta performance financiera del mercado local parece haber ido bastante en sintonía con la evolución del sector industrial en su conjunto, lo que ha sido destacado Alemann (1956), Chu (1972) y Barbagallo (2015). 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 '20, sigue 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 '60 no avanzó. Lo mismo ocurrió con México, cuya economía estaba todavía fuertemente convulsionada por el efecto de la revolución (Gómez, 2007). Únicamente

el mercado cubano gozaba de cierta vitalidad, pero fue muy afectado por el derrumbe de sus exportaciones durante los años '30 (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 '40 niveles muy elevados. No obstante, a pesar de los elevados precios, el yield 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 derrumban 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 '30 y '40. Esto es llamativo más aún si se tiene en cuenta la depresión generalizada de los mercados financieros a nivel mundial.

El crecimiento financiero descrito refleja el desarrollo del sector industrial a partir de los años '30. El sector textil, junto al metalúrgico un poco más tarde, se colocó a la cabeza de este proceso. A inicios de la década de 1950, un informe de la ONU señalaba que la industria textil Argentina era la

más adelantada de Latinoamérica. Durante las dos décadas previas, logró aventajar a sus competidoras más antiguas de Brasil y México. La modernidad de sus equipos y la productividad del trabajo colocaban a la industria argentina muy por sobre sus competidores latinoamericanos. Este proceso en parte puede entender como una continuación del crecimiento previo y de las capacidades desarrolladas durante las décadas anteriores que como un proceso que arranca de cero en 1930. De hecho, son los grandes capitales ya instalados los que pican en punta en el desarrollo del sector textil. Por ejemplo, Alpargatas continúa su proceso de expansión y diversificación: en 1931 inaugura su sección de tejidos para neumáticos, teniendo por clientes a Pirelli, Michelin y Goodyear, en 1933 desarrolla la suela de goma vulcanizada, en 1934 expande su sección de hilandería y tejeduría, en 1941 adquiere una hilandería de cáñamo y en 1943 instala una curtiembre. La Compañía General de Fósforos sigue un patrón similar: a fines de los '20 venía ensayando con los tejidos para neumáticos y tejidos de rayón, mientras que durante los '30 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 en un 40%. No obstante, el sector que mejor provechó el nuevo

contexto fue el algodónero, que registró fuertes inversiones y vio crecer su productividad, a diferencia del lanero, donde la productividad decreció en la década de 1930.

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 salir a exportar al mercado externo. Del mismo modo, las industrias mexicanas y brasileras, aunque más atrasadas, aprovecharon para salir al mercado externo. Los principales destinos de exportación del sector textil fueron países latinoamericanos y Sudáfrica, la que ya no era provista con regularidad por Inglaterra. En este contexto, los productos textiles aumentaron una vez más de precio, con lo que la rentabilidad del sector se disparó. Ante esta situación, el gobierno argentino buscó a partir de 1943 un compromiso estableciendo cuotas de exportación para no desproveer al mercado interno. La guerra fue muy favorable para el sector. El stock de capital siguió las tendencias del período precedente, aumentando casi un 90% entre 1939 y 1945, mientras que el valor agregado subió entre 1941 y 1945 casi un 60%. En tanto, las horas trabajadas crecieron casi el 100% entre 1939 y 1945 (Barbagallo, 2015). Salta a la vista que el esfuerzo productivo de la guerra redundó en menores niveles de productividad, situación similar a la evidenciada en Brasil y México.

Pero una vez acabada la guerra el temor sobre el futuro de la industria consolidada durante dichos años se hizo presente. Aunque varios informes estimaban que los rubros textiles de menor calidad podrían subsistir en concurrencia del producto importado, 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. En lugar de estas pesimistas previsiones, el devenir posterior a 1945 siguió por los mismos carriles que venía transitando los años previos. El gobierno peronista surgido de las elecciones de 1946 decidió sostener la protección 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 crédito.

El escenario en el que se desenvuelve la industria entre 1946 y 1950 es contradictorio. A pesar de haber sido fuertemente beneficiada por la política de protección del mercado y la asistencia crediticia, el alza salarial y ciertas rigideces surgidas de los nuevos convenios colectivos de trabajo, funcionaron en sentido contrario. Por otro lado, el Peronismo trajo como novedad una creciente conflictividad social a un sector que no había protagonizado importantes conflictos los años previos. De hecho, empresas como Flandría y Alpargatas que habían experimentado una baja



conflictividad en el período previo, atraviesan diferentes momentos de confrontación. El resultado general de las políticas aplicadas permitieron la obtención de beneficios económicos importantes, aunque ciertamente menores que durante el período de la guerra. Asimismo, la capitalización del sector aumentó entre 1946 y 1950 un 30%, proporción similar en la que se expandió el valor agregado.

Los indicadores económicos y financieros disponibles para el sector industrial ratifican esta tendencia. Luego de alcanzar un pico en torno a 1945 o 1947, dependiendo del autor, la tasa de ganancia del sector se desplomó a niveles mínimos alrededor de 1951 y 1952. Lo mismo pasa con la trayectoria del mercado de valores, luego de conseguir niveles récord en el mercado primario y secundario de títulos privados, el mismo cae en picada entre 1948 y 1952. Si bien para 1950 el sector textil argentino era líder a nivel Latinoamérica, durante esa misma década tal posición comenzará a verse erosionada.

### **La Fábrica Argentina de Alpargatas entre 1921 y 1950**

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.

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. En cierto sentido, este proceso es similar al de la Compañía General de Fósforos, que ingresa de lleno al hilado de algodón para suplantar su materia prima importada. La nueva dirección impresa al curso de los negocios empresariales llevó a que se incrementaran fuertemente las inversiones durante la década del '20. 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 ingresa de lleno en el rubro textil, llegando a ser una de las líderes en el mismo. Este proceso de capitalización de la empresa se ve expresado 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%.

En 1923 la empresa abre las puertas de su hilandería de algodón y unos años más tarde, en 1928, la hilandería de yute. En el transcurso de la década logra diversificar su producción y deja 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 logra un acuerdo con Pirelli y comienza 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 el número 29 por su activo total.

Varios investigadores coinciden en señalar a la década de 1930 como momento de despeje para la industria textil en general, y Alpargatas no es la excepción en este sentido. Aunque su rubro principal continuaba siendo la fabricación de calzado, los productos más dinámicos eran los textiles. Y no es de sorprender. El mercado interno se expandió relativamente poco durante los años '30, 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 (con un producto "vaca lechera"), 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, que tanto dificultó la producción durante los `20. Asimismo, el tipo de cambio desdoblado permitió importar maquinarias a precios preferenciales, con lo que las fábricas locales gozaban de una importante ventaja. Como han señalado Newland (2017) y Petrecolla (1970), este escenario favoreció el alza de los precios industriales y en cambio disminuyó los de las materias primas. El resultado fue un salto en la rentabilidad que estimuló la entrada de nuevas inversiones al sector.

Aunque la demanda de calzado disminuyó a inicios de la década del `30, el sector textil se encontraba trabajando a capacidad máxima. Por ello, la empresa incorporó en 1930 30 telares Northrop de última tecnología y en 1934 se amplió la hilandería, incorporando nuevos equipos y construyendo nuevos edificios a tal fin. En 1935, ante un mercado más animado, la empresa decide renovar las maquinarias para el trabajo la producción de calzado de yute, algunas de las cuales rozaban el medio siglo. A mediados de la década, la empresa logró incorporar tecnología que posibilitó la fabricación de suelas y calzado de goma, expandiéndose a este añorado mercado. 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. 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. Pero sería a partir de 1939 y las condiciones de la segunda guerra mundial donde estos indicadores dejan observar un salto cualitativo.

El contexto de la segunda guerra mundial la competencia externa virtualmente desapareció, con lo que las industrias de los países no participantes del enfrentamiento se vieron fuertemente beneficiadas. Al quedar vacantes numerosos mercados, la industria local comienza a exportar a países limítrofes e incluso Sudáfrica. La situación provocó tal aumento de la demanda que los precios de los textiles subieron fuertemente. 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%, nunca disminuyendo mucho del 10%. A partir de 1939, el reparto de utilidades se acelera fuertemente, 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 estos niveles de rentabilidad comenzaron a decrecer. Pasada la euforia del período bélico, la industria textil debió volver a operar en 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 redistributivas puestas en marcha. El programa redistributivo del peronismo no sólo significó mayores costos salariales por las fuertes subas otorgadas, sino que significó la introducción de ciertas rigideces en los convenios colectivos que disminuyeron la productividad del trabajo. Adicionalmente, se elevó la conflictividad sindical, lo que también ocasionó problemas a la empresa.

### **La tasa de ganancia en el largo plazo**

El gráfico I exhibe la tasa de ganancia de la empresa a lo largo del período abordado.<sup>1</sup> 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, excepto los años finales de la década de 1920 y los primeros del '30, alrededor del 11% anual. En cambio, el período que va de 1938 a 1950, presenta niveles de rentabilidad muy superiores, promediando el 19% anual.

---

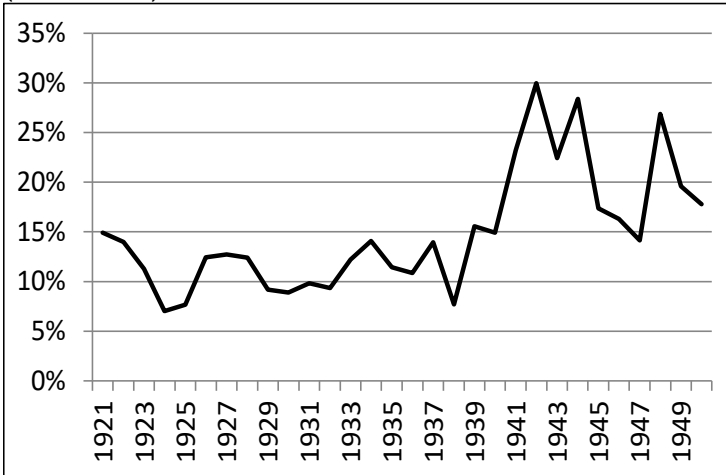
<sup>1</sup> Por tasa de ganancia se entiende la razón entre las utilidades contables y la suma del capital y reservas.

Aunque el momento clave en el alza de la rentabilidad lo constituye la guerra, una vez concluida, los niveles de rentabilidad siguen siendo elevados.

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 bajos hasta 1933, sólo 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.

**Gráfico 1: Tasa de Ganancia de Alpargatas S.A. (1921-1950)**



Fuentes: Memorias, Balances y reseñas de Fábrica Argentina de Alpargatas Sociedad Anónima, en *Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires* (1921-1950)

A pesar del notable avance durante los años '30, 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%, desde



las 7367 TN. a las 19023 TN. Entre esos mismos años, las utilidades de la empresa pasaron de poco más de 2 millones de M\$N 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 PN 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. La imposición de barreras aduaneras le significó una protección muy importante del mercado interno, con lo que los precios de venta alcanzados fueron satisfactorios. Aunque el Peronismo impuso controles de precios al sector y aumentó la conflictividad obrera, los beneficios fueron en general positivos. Entre 1946 y 1950, la rentabilidad promedió se mantuvo en niveles cercanos a los del período previo. Recién con la fuerte crisis de 1952 y una importante caída del mercado, las utilidades de la empresa se resienten. Estos primeros años en cambio son de expansión, la empresa continúa incorporando capital y se emprende la instalación de una nueva planta de fabricación de calzado con suela de goma en la localidad de Florencio Varela, que abrirá sus puertas en 1951. Con esta planta en marcha, y superada la crisis de 1952, la empresa volverá a ver crecer sus utilidades nuevamente, aunque eso escapa del período abordado.

En relación a otros sectores de la economía local, la trayectoria de Alpargatas parece haber sido superior.

**Tabla 1: Rentabilidad comparada (1926-1955)**

	MCF	ByB	GyZ
<b>1926-1932</b>	7%	15%	12%
<b>1933-1941</b>	5%	8%	5%
<b>1942-1948</b>	8%	15%	12%
<b>1949-1955</b>	6%	11%	11%

Fuentes: Newland, Carlos y Martín Cuesta (2016) "Rentabilidad, evolución patrimonial y diversificación en tres grandes compañías argentinas, 1926-1955", en *América Latina en la Historia Económica*, Instituto Mora, México, año 23, núm. 2.

Si bien durante los años '20, la rentabilidad de la empresa fue bastante pareja con compañías de otros sectores, como los grupos Bunge y Born y Garovaglio Zorraquín, durante los años '30, la trayectoria de Alpargatas evolucionó más favorablemente que la de estos grupos. Asimismo, durante el período bélico, la evolución positiva de Alpargatas fue más pronunciada que las de sus pares. En relación al Mercado Central de Frutos, empresa propietaria de barracas e instalaciones portuarias sobre la boca del Riachuelo, la performance fue más favorable a lo largo del período. Esta dinámica no es de sorprender, ya que

como han señalado varios trabajos, entre ellos Newland (2017) y Elías (1969), la rentabilidad del sector textil fue en general de las más elevadas, especialmente durante la década de 1930.

Comparada a sus pares latinoamericanos, la performance económica de Alpargatas fue muy superior. La industria mejicana fue especialmente golpeada por la revolución. Entre 1921 y 1929, el retorno sobre patrimonio neto de una de las principales empresas del sector, CIVSA, promedió el 2,8% anual (Gomez, 2007), bastante lejano al retorno de Alpargatas, del 11% para esos mismos años. La década de 1930 no trajo mejores resultados para la industria mejicana, a los efectos de la revolución se sumaron los perjuicios de la crisis, con lo que la rentabilidad no levantó cabeza y su stock de capital se hundió. 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 (fenómeno que se verifica localmente de modo parcial) y depredación del stock de capital.

En Brasil en tanto, la rentabilidad también fue bastante inferior. Una muestra de empresas representativas del sector textil evidencia una tendencia similar a la argentina para la segunda mitad de los años '20. 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 brasileiro fue negativa, pero una vez iniciada la recuperación este fue bastante débil. Las tasas promedio de retorno entre 1930 y 1937 se ubicaron en zona negativa, y entre 1934 y 1937 rondaron el 2%. Al contar con fuertes inversiones en el sector textil brasileiro, 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...” (1931: 130) Recién muy avanzada la década del '30, la Sao Paulo Alpargatas le brinda algún motivo de satisfacción a la matriz Argentina. Al respecto, la memoria de 1937 señala que:

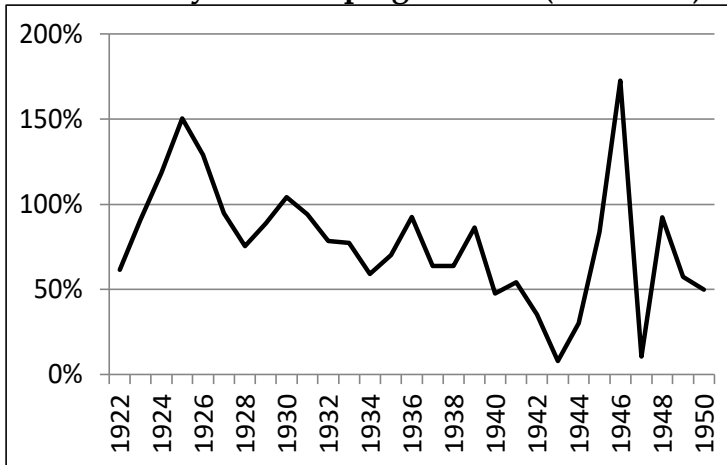
“En lo que atañe a la Sao paulo Alpargatas Company, nos es grato poder informar que la evolución experimentada en su plan de reorganización técnica, llevado a la práctica mediante nuestra intervención, es halagüeña, y no dudamos, dados los progresos realizados últimamente, que no ha de tardar en obtener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

resultados financieros, tan poco satisfactorios en la última década.”  
(1937:238)

La recuperación, al igual que el caso Mexicano, llegó únicamente con el estallido de la guerra. Aún a pesar de presentar signos de reactivación luego de 1939, no debe perderse de vista, que solo la industria textil Argentina profundiza su proceso de capitalización, mientras que sus pares Brasileños y Mexicanos avanzan 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 brasileña, la uruguaya rinde buenas ganancias para la sociedad matriz. Tan temprano como 1932 y 1933 la empresa estaba abonando 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.” (1934: 39)

**Gráfico 2: Payout de Alpargatas S.A. (1922-1950)**



Fuentes: ver gráfico 1.

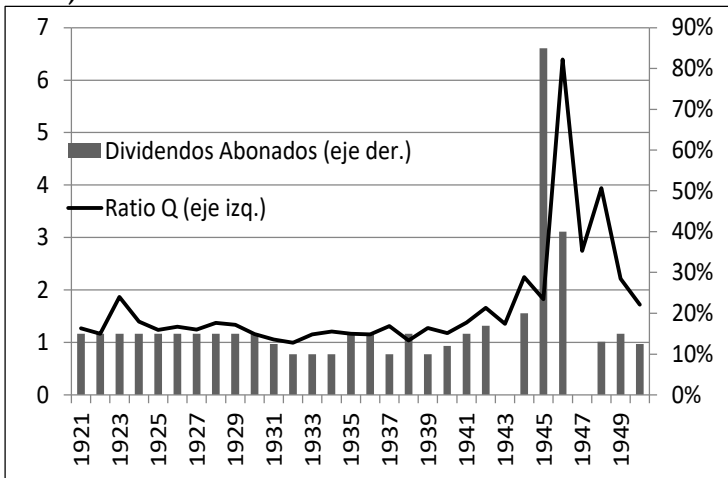
Los elevados niveles de utilidades permitieron a la empresa realizar una intensa política de distribución de utilidades, incluso a pesar de la astringencia crediticia entre 1935 y 1945 y del fuerte proceso de inversiones puesto en marcha. A diferencia de lo que tradicionalmente se suponía, la empresa no financió sus inversiones principalmente a través de utilidades propias, sino accediendo a fondos de terceros. Esto se manifiesta en la elevada tasa de distribución de utilidades, como se aprecia 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 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 la solidez financiera, que incluso en momentos álgidos como 1931 y 1932 realizó importantes distribuciones de utilidades. Este proceso tuvo mayor intensidad durante los años '20, donde el nivel de payout fue cercano al 100%. En cambio, entre 1930 y 1943, el payout disminuye 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 reflejó en elevados dividendos abonados por la compañía, con excepción de los años 1943 y 1947, donde la compañía optó por elevados dividendos en acciones. El gráfico III presenta el dividendo junto al ratio Q de la empresa. En promedio, el dividendo abonado sobre el VN 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. Esta performance contrasta con la de un conjunto de empresas representativas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, que en conjunto distribuyeron un dividendo

promedio del menor para esos mismos años. Pero esta performance no sólo superó a la de sus pares locales, sino también a la industria textil brasilera. Durante los mejores años de la década del '20, entre 1925 y 1927, un conjunto representativo de empresas textiles abonó dividendos equivalentes al 6% del VN 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 brasilera distribuyó dividendos del 2,5%, mientras que Alpargatas pagó el 13%.

**Gráfico 3: Dividendos Abonados y Ratio Q (1921-1950)**



Fuentes: ver gráfico 1.

Esta solidez económica fue reconocida por los inversores, que se volcaron masivamente a colocar



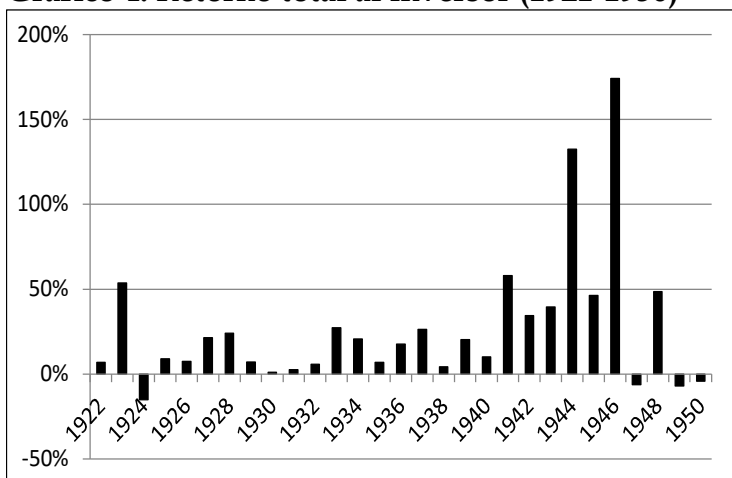
sus capitales en Alpargatas. Entre 1921 y 1950, la empresa pudo fondearse satisfactoriamente en la Bolsa de Comercio Buenos Aires, captando xx M\$N. Asimismo, el valor de sus papeles reflejó esta circunstancia. La capitalización bursátil de la compañía creció fuertemente a lo largo del período. En 1921 era de 9190776 M\$N y para 1950 alcanzaba los 281760000 M\$N, habiendo alcanzado un pico de 381326839 M\$N en 1946. 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 promedio 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 2,32. A pesar de haber sido creciente desde 1939, la fenomenal alza de este indicador se centró entre los años 1944 y 1949, llegando a un punto máximo de 6,39 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 de 1946 y su intervención en el mercado.

En relación a la trayectoria del sector textil en Brasil, los indicadores de Alpargatas vuelven a ser favorables una vez más. Lamentablemente no conocemos el nivel absoluto del ratio Q de las empresas textiles brasileras, no obstante, Haber (1992) indica en su investigación que de un valor base de 100, para 1931 este indicador había perdido el 75%. 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 del '30, 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 ya para 1937 se acercaba al elevado nivel de 1926. En cambio, la industria textil brasilerana nunca recupera 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. Incluso más, los años de retornos negativos siguieron a años de fuertes subas en la capitalización de la empresa, por lo que se relacionan con quiebres en burbujas especulativas o tomas de ganancias. 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, las mismas siguieron al vertiginoso alza del papel de 1946 y 1948.

**Gráfico 4: Retorno total al inversor (1921-1950)**



Fuentes: ver gráfico 1.

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 realmente despuntaron, alcanzando un promedio anual del 56,8%. Dos fenómenos explican esta brutal expansión: en primer lugar el fuerte alza en las utilidades de la empresa, que pasan 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 propicio una fenomenal burbuja en los valores privados, que más allá de niveles de inversión todavía elevados, ya no 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 nos lo brindó previamente el 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 de 39,23 y 1947, de 19,43, resulta un ratio de 10,67. 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 '20 y valores muy bajos a fines de los '40. 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.

### **Consideraciones finales**

En este trabajo se ha presentado un análisis de los principales indicadores económicos, financieros y patrimoniales de una gran empresa textil argentina, Alpargatas Sociedad Anónima, entre 1921 y 1950. Tomando en cuenta la historiografía de empresas sobre el período, en especial el que realizaron sobre la empresa Korol y Gutierrez (1988), se ha avanzado y discutido acerca del desempeño,

características y contexto del crecimiento de la empresa.

A nivel general, se ha observado que Alpargatas tuvo un excelente desempeño en el largo plazo. Mostró muy buena performance en la década de 1920, creció durante la década de 1930, y tuvo excelentes resultados en la década de 1940. Esto acuerda con la hipótesis de Newland (2017), acerca del rendimiento de las empresas por sectores, siendo Alpargatas un caso dentro del gran rendimiento de las organizaciones industriales, en particular en el contexto de la II Guerra Mundial y los primeros años del gobierno peronista (1946-1955). Aunque previamente se había puesto el énfasis en las transformaciones acaecidas durante los años '30, es probable que esta perspectiva deba ser matizada, al menos en lo que respecta al sector textil. Los trabajos de Gutierrez y Korol (1988), y de Petrecolla (1970), han puesto el foco en el aumento de rentabilidad a partir de la crisis de 1930 y el cierre de las importaciones. Si bien esto se verifica, también es verdad que los patrones de rentabilidad e inversión, al menos en el caso de Alpargatas, no se diferencian mucho de los exhibidos previamente. Sólo con la irrupción de la guerra, la rentabilidad de la empresa se separa de los niveles previos.

Resulta interesante destacar que el “pay out” de la empresa durante el período fue muy alto. Esto indica que la decisión del directorio y los accionistas era de distribuir las ganancias. Por lo

tanto, el crecimiento de la empresa, que se observa en la evolución del patrimonio neto, no se puede explicar bajo una estrategia de reinversión de las utilidades. Si bien alguna historiografía propuso una alta tasa de crecimiento por reinversión de las utilidades, el “pay out” señala otra estrategia. Un interpretación de la evolución de este indicador señala claramente que las inversiones de la empresa se financiaron por otras vías, muy probablemente mediante el crédito. De comprobarse esto, estaría marcando que la empresa tuvo acceso al crédito, en momentos donde la historiografía económica interpreta que las empresas no tenían esta posibilidad.

La “ratio Q” también ofrece resultados interesantes. Durante todo el período analizado, con excepción de un año, muestra que el mercado tenía preferencia por las acciones de Alpargatas, siendo la ratio Q superior a 1. Esta sobrevaluación de las acciones con respecto al valor de reposición de los activos, indicador de la visión del mercado con respecto a la empresa, sugiere varias hipótesis.

Todos los indicadores de la empresa revelan la misma tendencia en el largo plazo; son constantes en indicar el crecimiento de la misma. Tomando en cuenta que el reparto de dividendos fue sostenidamente positivo, al mismo tiempo que el patrimonio se incrementaba, se explica que la ratio Q estuviera por encima de 1. En particular en años donde el pay out y los dividendos se situaban por

encima de las tasas de retorno habituales para el mercado.

Parte del excelente desempeño de Alpargatas podría explicarse por la estructura de precios en Argentina. Tanto Petrecolla (1970) como Newland (2017) demostraron que los precios relativos favorecieron a las empresas industriales, como es el caso de Alpargatas.

Todo lo anterior explica también el muy buen desempeño de la tasa de ganancias (entendida como la Utilidad sobre el Patrimonio Neto) durante todo el período, y los altos niveles durante la II Guerra Mundial y el peronismo, en concordancia con el sector industrial, como ha comprobado Newland (2017).

Finalmente, cabe señalar que el desempeño de Alpargatas Sociedad Anónima durante el período 1921-1950, el denominado a grandes rasgos período de Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI), fue excelente. Esto coincide con la visión de la historiografía acerca de la protección a la industria local, que también se entendido para toda Latinoamérica (Tandeter y Korol, 2001) (Bertola et al, 2013). Sin embargo, una comparación con la industria textil de San Pablo (Brasil), o con la de México, resulta negativa. Las textiles de Brasil analizadas por Haber (1992) y las de México (Gomez, 2007) (Haber y Razo, 1998) revelan un desempeño muy pobre en comparación con Alpargatas Sociedad Anónima.



## Fuentes

Memorias, Balances y reseñas de Fábrica Argentina de Alpargatas Sociedad Anónima, en *Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires* (varios años)

Shiller, Robert (2017) Online data disponible en [www.econ.yale.edu](http://www.econ.yale.edu)

## Bibliografía

- Alemann, Juan. E. (1956) *La bolsa; técnica de la operación bursátil y análisis del mercado de acciones de Buenos Aires*, Buenos Aires, Selección Contable.
- Arnaudo, Aldo (1973) "Balances Agregados de 58 Empresas Manufactureras", Serie Material de Trabajo nro.9, Universidad Nacional de Córdoba.
- Barbagallo, Lionel (2015) "Intermediación financiera y desarrollo económico durante la ISI argentina 1935 - 1967" trabajo presentado en las VI Jornadas Uruguayas de Historia Económica, organizadas por la AUDHE, Montevideo, 3, 4 y 5 de diciembre.
- 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.
- 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*

Lionel Barbagallo y Eduardo Martín Cuesta

*encrucijada. Balances y perspectivas*, Prometeo, Buenos Aires.

- Barbero, María Inés y Raúl Jacob (eds.) (2008) *La nueva historia de empresas en América Latina y España*, Buenos Aires, Temas.
- Belini, Claudio (2008) "Una época de cambios: la industria textil argentina entre dos crisis, 1914-1933", *Estudios Ibero-Americanos*, Vol. 34, N° 2.
- 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.
- 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 y Luis Antonio Ocampo (2013) *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, FCE, Mexico.
- Cassis, Youssef and Camilla Brautaset (2003) "The Performance of European Business in the Twentieth Century: A Pilot Study", en *Business and Economic History on line*, vol.1. [http://www.thebhc.org/sites/default/files/Cassisbrautaset\\_0.pdf](http://www.thebhc.org/sites/default/files/Cassisbrautaset_0.pdf).

- Camou, María Magdalena ; Maubrigades, Silvana (2009) *Tejiendo una historia: evolución de la industria textil uruguaya, 1898-2000*. (Artículo de Revista). En: *H-industri@* (B. Aires) 2009-06; 03(05):. Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas [consultado: 1/6/2017] Disponible en el Repositorio Digital Institucional de la Universidad de Buenos Aires: [http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/?a=d&c=hindustria&d=hindustria\\_v3\\_n5\\_06](http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/?a=d&c=hindustria&d=hindustria_v3_n5_06)
- 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.
- Chu, David (1972) "The Great Depression and Industrialization in Latin America: Response to Relative Price Incentives in Argentina and Colombia 1930-45", Universidad de Yale. Tesis Doctoral no publicada.
- 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, 2013 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@*, Año 8, N° 14, primer semestre, pp. 121-152.

Lionel Barbagallo y Eduardo Martín Cuesta

- Elías, Victor (1969) *Estimates of Value Added, Capital Labor in Argentine Manufacturing 1935-1963*, Tesis Doctoral, University of Chicago, Estados Unidos.
- Goetz, Arturo Luis (1976), "Concentración y desconcentración en la industria argentina desde la década de 1930 a la de 1960", *Desarrollo Económico* N° 60 enero-marzo 1976, pp. 507-548.
- Gómez - Galvarriato, Aurora (2007) "The Political Economy of Protectionism: The Mexican Textile Industry, 1900-1950", en *The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises*, University of Chicago Press, Chicago.
- 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.
- Haber, Stephen y Armando Razo (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.
- Humberto Petrei (1973), "Rates of Return to Physical Capital in Manufacturing Industries in Argentina" *Oxford Economic Papers*, 25:3, pp. 378-404.
- Leandro Gutiérrez y Juan Carlos Korol (1988), "Historia de empresas y crecimiento industrial en la Argentina. El caso de la Fábrica Argentina de Alpargatas" en *Desarrollo Económico*, Vol. 28, n°. 111, octubre- diciembre, pp. 401-424.

- Marichal, Carlos y Mario Ceruti (comp.) (1997), *Historia de las grandes empresas en México, 1850-1930*, Universidad Autónoma de Nuevo León.
- Moreno Lazaro, 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.
- Moreno Lazaro, 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.
- Newland, Carlos (2016), “Sobre las estrategias, utilidades y valuación del grupo Garovaglio y Zorraquín durante el Siglo XX”, a publicarse en *Revista de Historia Industrial*.
- Newland, Carlos y Martín Cuesta, 2016, “Rentabilidad, evolución patrimonial y diversificación en tres grandes compañías argentinas, 1926-1955”, en *América Latina en la Historia Económica*, Instituto Mora, México, año 23, núm. 2, pp. 204-228.
- Newland, Carlos, 2016, “Una aproximación macroeconómica al cambio estructural argentino, 1926-1945”, *Desarrollo Económico*, en prensa.
- Petrecolla, Alberto (1970). “Sustitución de importaciones y formación de capital”, *Económica*, Vol. 16, N° 1.
- Pineda, Yovanna (2007) “Manufacturing Profits and Strategies in Argentine Industrial Development, 1904-1930”, *Business History*, Vol. 49, no. 2, pp. 186-210.

- Rougier, Marcelo (2013) "Reflexiones sobre la historia de la industria y las empresas en América Latina", *Revista de Historia Industrial.*, pp. 13-24.
- ----- (2012) "El mercado de valores durante el peronismo. Las dificultades para conformar un ámbito de capitalización empresaria (1944-1955)", *Investigaciones y Ensayos*, pp. 511 - 564.
- ----- (2012) *La economía peronista. Una perspectiva histórica*, Buenos Aires.
- Tafunell, Xavier (2000) "La rentabilidad financiera de la empresa española, 1880-1981: una estimación en perspectiva sectorial", *Revista de Historia Industrial*, pp. 71-112.
- Tandeter, Enrique y Juan Carlos Korol (2001) *Historia económica de América Latina*, FCE, Buenos Aires.