

El mercado de valores y la financiación de la inversión. La experiencia argentina en la segunda posguerra

*Marcelo Rougier**

*Pablo Lopez***

Resumen

En este trabajo se aborda el estudio del mercado de valores durante el período denominado industrialización por sustitución de importaciones (ISI) en Argentina. En el artículo se repasan algunas experiencias históricas a nivel internacional en las que estos mercados han sido determinantes para el desarrollo industrial. Para el caso argentino, se analiza el desenvolvimiento de este mercado, las causas de su desempeño y el papel del Estado en ese devenir, diferenciando las distintas etapas dentro de este período de industrialización de la economía argentina. Si bien estos mercados pueden desempeñar un papel significativo para financiar la industria, la importancia que han tenido en la experiencia argentina fue variable, primando la escasa profundidad de estos ámbitos como alternativa para el financiamiento de las empresas industriales.

Palabras clave: Mercado de valores - Financiamiento - Industrialización - Papel del Estado

Abstract

This paper deals with the study of the stock market in Argentina during the period known as import substitution industrialization (ISI). The paper reviews some international historical experiences where these markets have been crucial for industrial development. For the Argentine case, we analyze the development of this market, the causes of its performance and the government's role in that evolution, distinguishing the different stages within this period of industrialization of Argentina's economy. While these markets can play a significant role in

* Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET). Área de Estudios Sobre la Industria Argentina y Latinoamericana (AESIAL), Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires (FCE-UBA).

** Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires (FCE-UBA).

financing the industry, the importance they have had in Argentina was variable, but in the whole they failed to become a general alternative for financing industrial enterprises.

Key words: Stock market - Financing - Industrialization - Government's role

Fecha de recepción: 30/12/2012

Fecha de aceptación: 24/12/2012

Introducción

El grueso de los recursos para la inversión privada durante el proceso denominado de sustitución de importaciones en la Argentina ha provenido de las propias empresas (como reinversión de utilidades) y del sistema bancario, junto con una importante masa de recursos proveniente del exterior en algunas ocasiones, especialmente a fines de los años cincuenta y primeros sesenta. El Estado, a su vez, ha contribuido con un conjunto de instrumentos que transfirieron recursos a las empresas industriales. En cambio, el mercado de valores mobiliarios, donde se negocian principalmente títulos públicos y acciones, ha desempeñado en este proceso un papel menor.

En términos generales, la importancia de este tipo de mercados reside precisamente en que las empresas organizadas como sociedades anónimas pueden obtener allí financiamiento de largo plazo a través de la colocación de acciones u obligaciones. En este sentido, el desarrollo del mercado primario, es decir la colocación de acciones u otros instrumentos, resulta fundamental como mercado de capitales, y se diferencia de la circulación y compra-venta de los títulos en el mercado secundario, que no hace estrictamente al financiamiento de la empresa, aunque la dinámica de esas transacciones es una condición necesaria para atraer inversores y la posibilidad de la colocación de las acciones.

Significativamente, el estudio del mercado de valores en la Argentina no ha sido prácticamente abordado. Si bien existen algunas historias institucionales y una amplia literatura destinada a desentrañar sus características e instrumentos en sus aspectos técnicos con el propósito de atraer inversores, los estudios académicos y de largo plazo son muy escasos, y en su mayor parte dedicados a indagar más en la “bolsa” y sus

agentes como institución y factor de presión y opinión política que en el mercado y su importancia como ámbito de capitalización.¹

En este trabajo nos centramos en el período denominado industrialización por sustitución de importaciones (ISI) dada la importancia que adquirieron los instrumentos destinados a financiar el impulso industrial. Con este propósito presentamos primero, de forma sencilla, la génesis histórica de los mercados de valores, resaltando algunas experiencias de industrialización en las que estos mercados han desempeñado un papel importante, pero resaltando que en general, los procesos de industrialización se han apoyado en otros esquemas de financiamiento. Luego, se hace un breve repaso por las características del financiamiento y las estructuras financieras en América Latina antes de la ISI, marcando las limitaciones con que se encontraban estas economías al momento de iniciar sus procesos de industrialización.

Seguidamente analizamos con relativo detalle la evolución del mercado de valores en la Argentina durante las décadas que siguieron a la posguerra sobre la base de diversas fuentes primarias. El propósito consiste en identificar aquellos períodos en los que las transacciones en valores privados cobraron relevancia e hicieron posible la toma de capitales por parte de las empresas industriales. A la vez se describen las características del mercado de valores en esos años y las medidas tomadas por los distintos gobiernos para impulsar su desarrollo. Finalmente se presentan algunos datos que ponen en contexto la importancia de ese mercado como ámbito de capitalización empresarial y de financiamiento de la inversión, incluyendo referencias a las dificultades macroeconómicas e institucionales que afectaron su desenvolvimiento.

El desarrollo bursátil y el financiamiento de la industrialización

La función de las Bolsas de Valores, como ámbito para la reunión de capitales monetarios y de negociación de valores, fue variando con el transcurso del capitalismo. En una primera etapa, la Bolsa solo procuraba la reunión de capitales monetarios libres

¹ En el primer sentido véanse por ejemplo Dardo CÚNEO, *Comportamiento y crisis de la clase empresarial*, Tomo 1, Buenos Aires, CEAL, y Ricardo SIDICARO, *La bolsa de comercio de Buenos Aires y la representación de los intereses empresarios*, Buenos Aires, CISEA, 1988. Estudios que focalizan en el mercado por ejemplo DELTEC PANAMERICANA, *El mercado de capitales en la Argentina*, México, BID, 1968, Jorge BERARDI, *La crisis del mercado de valores en la capitalización empresarial*, Buenos Aires, Sudamericana, 1974, y Jorge SCHVARZER, *El mercado bursátil*, Buenos Aires, CISEA, 1990.

para la transacción de dinero (en diversas clases) y de letras de cambio. Luego, el mercado bursátil se convirtió en el mercado de los empréstitos de los Estados.

El origen de los mercados accionarios debe buscarse en el nacimiento y propagación de las sociedades por acciones o sociedades anónimas. En la evolución del capitalismo, el avance de las sociedades por acciones está directamente relacionado con el desarrollo de las fuerzas productivas, ya que permite una escala de producción imposible para capitales individuales.² La aparición del ferrocarril introdujo la necesidad de fondos para ser invertidos que excedían la capacidad de reunirlos de una persona o de una familia, aunque no fue ese el único rubro que contribuyó a la creación y difusión de grandes empresas en el siglo XIX. La minería, la metalurgia y la banca se desarrollaron en esa época y se caracterizaron por las empresas de gran tamaño.³

Una de las primeras oleadas de conformación de sociedades por acciones se produjo en Inglaterra a finales del siglo XVIII, a partir de la legislación para la construcción de canales. Otro proceso similar se produjo en la primera década del siglo XIX durante las guerras napoleónicas.⁴ Ya a partir de 1825 comenzaron a desarrollarse las empresas de ferrocarriles. En Europa continental las sociedades por acciones se esparcieron en las décadas siguientes: en Francia y Bélgica después de 1830, en Alemania se inicia en 1840 y desde de 1850 en el resto del continente.⁵

La penetración cada vez mayor de las sociedades por acciones en la industria fue a la vez causa y consecuencia de la formación del mercado bursátil. La existencia de un mercado para la negociación de acciones es una condición importante para el desarrollo de las sociedades por acciones: las inversiones de las compañías pueden ser lo suficientemente estables para satisfacer la necesidad de los industriales y suficientemente móviles para adecuarse a la de los inversores.

En Gran Bretaña, a finales del siglo XVIII, las sociedades por acciones ya habían alcanzado cierto desarrollo. A través de este mecanismo, los industriales podían obtener una fuente estable de financiamiento, atrayendo fondos de los sectores pudientes de la sociedad, que encontraban en este tipo de inversiones la movilidad que era difícil de encontrar en otros instrumentos. Esta forma de financiamiento jugó en esa primera fase un papel más activo en la industrialización que el crédito a largo plazo. En Europa

² Véase Rudolf HILFERDING, *El Capital Financiero*, Madrid, Tecnos, 1962.

³ Alfred MARSHALL, *Principios de Economía. Un tratado introductorio*, Madrid, Aguilar, 1957, p. 254.

⁴ Véase Charles KINDLEBERGER, *Historia financiera de Europa*, Barcelona, Editorial Crítica, 1988.

⁵ Véase Bertrand GILLE, *Banking and industrialisation in Europe 1730-1914, Fontana economic history of Europe*, London, Collins, 1970.

continental, en cambio, los bancos de inversión fueron la principal fuente de financiamiento a largo plazo y los mercados accionarios tuvieron su desarrollo en forma posterior.

El caso de Estados Unidos es interesante, aunque excepcional, en cuanto al papel de los mercados de valores en el desarrollo industrial. A finales del siglo XVIII Estados Unidos pasó a ser una nación con un sistema financiero nacional y moderno. Si el sector bancario mostró un desarrollo precoz, el de los mercados de valores fue más asombroso aún. Para 1825 el tamaño de los mercados accionarios de Inglaterra y Estados Unidos era prácticamente igual. Entre la década del treinta y del cincuenta del siglo XIX, las empresas ferroviarias generaron un importante auge que permitió que el mercado de valores siguiera creciendo, como fuente de financiamiento tanto para empresas como para el gobierno.⁶

Luego de la Guerra Civil, que tuvo lugar entre 1861 y 1865, el papel de los mercados de valores en el desarrollo industrial fue más determinante aún. La creación del Sistema de Bancos Nacionales en 1863/64 y una serie de regulaciones generaron mecanismos de transferencias de fondos desde los bancos esparcidos en todo el país hacia los mercados de capitales (como la bolsa de Nueva York), en los que las empresas más importantes obtenían sus fondos. Estas regulaciones le dieron un gran impulso a los mercados de valores, que benefició tanto a las grandes empresas de ferrocarriles, como a las industrias manufactureras, coincidente con el crecimiento de un tipo de empresas integradas vertical y horizontalmente, consolidadas muchas de ellas a partir de procesos de fusiones.⁷

Además de la existencia de grandes empresas que posibilitó, de alguna manera, el avance del mercado de valores en Estados Unidos, también jugó un papel importante la existencia de amplios sectores de la población en condiciones de demandar títulos debido, por un lado, a la mejor distribución del ingreso existente en aquel país y, por el otro, al acelerado crecimiento de la economía. Contribuyeron también importantes inversores institucionales, que podían captar ahorros e invertirlos en activos a plazos largos.⁸

⁶ Véase Peter ROUSSEAU y Richard SYLLA, "Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth", Vanderbilt University, Working Paper. núm. 00-W15, Mayo de 2000.

⁷ Richard SYLLA "The United States 1863-1913", en Rondo CAMERON (ed.), *Banking and Economic Development Some Lessons of History*, New York, London, Toronto, Oxford University Press, 1972, y *The American Capital Market, 1846-1914. A Study of the Effects of Public Policy on Economic Development*, New York, Arno Press, 1975.

⁸ Véase Rogerio STUDART, "El Estado, los mercados y el financiamiento del desarrollo", *Revista de la*

Por todos estos motivos, el papel jugado por los mercados para títulos a largo plazo en el desarrollo industrial de Estados Unidos fue una excepción histórica.⁹ En la mayoría de los procesos de industrialización del siglo XIX, desempeñaron un papel clave los bancos de inversión y los mercados bursátiles parecen haber sido una consecuencia del desarrollo industrial y no una causa. Más aún, en los procesos de industrialización inducidos (en mayor o menor medida) por el Estado, los mercados accionarios no parecen haber tenido un gran protagonismo, al menos en las primeras etapas del proceso. Los mercados bursátiles parecen convertirse en alternativas de financiamiento para las empresas en estadios superiores de la industrialización.

Ante esto, no es extraño que en los países en desarrollo, la deficiencia en la organización de instituciones financieras en general y de mercados de capitales en particular resultara notoria durante el siglo XX.

La experiencia latinoamericana

Los llamados modelos agroexportadores, que determinaron la estructuración económica de las economías latinoamericanas antes de la Segunda Guerra Mundial, generaron estructuras financieras acordes a las necesidades financieras del proceso. Los recursos financieros, en esa etapa, estuvieron ligados, directa o indirectamente, a las necesidades del comercio exterior: el financiamiento estaba dirigido a las actividades de exportación e importación y a las inversiones en infraestructura ligadas en general al comercio.

Si bien la mayor parte de la ampliación de la capacidad productiva del sector agroexportador se realizaba con recursos internos, generados por las utilidades provenientes del comercio exterior, los sectores de mayores necesidades de capital, como la minería, el transporte o la energía, se financiaron con capital extranjero. Las inversiones directas y el financiamiento gubernamental a partir de la colocación de

CEPAL, núm. 85, Abril de 2005.

⁹ “[...] más que una norma, los mercados desarrollados de negociación de títulos constituyen una excepción histórica. La mayoría de las economías desarrolladas –con excepción de Estados Unidos y el Reino Unido– y las economías en desarrollo poseen mecanismos diferentes de reestructuración de pasivos.” Rogerio STUDART, “El Estado, los mercados...” cit., pp. 26-27.

títulos en mercados de capitales externos, dieron cuenta en gran medida de dichas inversiones.¹⁰

Los bancos comerciales, que comenzaron a conformarse a partir de 1850, contribuyeron a la movilización de recursos para la acumulación de capital en esta etapa.¹¹ En la conformación de estas entidades confluían los intereses de exportadores e importadores, así como sectores locales ligados a las actividades crediticias.¹² En la última parte del siglo, comenzó a generarse, con la ampliación del sistema, una red de instituciones bancarias especializadas destinadas al financiamiento de actividades para las cuales la banca comercial, basada en depósitos a corto plazo, imponía limitaciones.¹³ También en este período fueron creados bancos estatales, tanto nacionales como provinciales. En definitiva, los sistemas bancarios que se conformaron en este período, compuestos por instituciones estatales y privadas, tanto de capital local como extranjero, otorgaban principalmente crédito a las actividades ligadas al comercio exterior (agricultura, ganadería, minería, etc. según el caso) y a grandes propietarios urbanos.

Raramente el crédito benefició o indujo algún tipo de diversificación productiva o de las exportaciones. Los préstamos se concentraron en las actividades ya existentes del sector exportador, que recaían, en general, en pocos productos.¹⁴

Las bolsas de valores tuvieron cierta importancia en algunos períodos de esta etapa, incluso en ciertos casos, mayor que durante la industrialización sustitutiva de importaciones.¹⁵ Las operaciones financieras que se desarrollaron en esos mercados

¹⁰ Véase CEPAL, “El desarrollo reciente del sistema financiero de América Latina”, *Desarrollo latinoamericano. Ensayos críticos*, José Serra (selección), Lecturas, México, Fondo de Cultura Económica, 1974.

¹¹ Si bien existieron bancos en la primera mitad del siglo XIX, estos se deterioraron rápidamente, convirtiéndose en instituciones para financiar los déficits gubernamentales. Véase Víctor BULMERTHOMAS, *La historia económica de América Latina desde la independencia*, México, Fondo de Cultura Económica, 1998.

¹² En algunos casos, los primeros bancos se crearon a partir de alianzas entre firmas mercantiles inglesas y comerciantes-prestamistas locales que ya habían alcanzado cierto desarrollo. Ver Carlos MARICHAL, “El nacimiento de la banca mexicana en el contexto latinoamericano: problemas de periodización”, en Leonor LUDLOW y Carlos MARICHAL (comps.), *Banca y poder en México, 1800-1925*, México, 1986.

¹³ Como los primeros bancos hipotecarios, agrícolas o mineros.

¹⁴ Es ilustrativo que en el país que más desarrollo bancario poseía en este período, Argentina, el principal sector beneficiario del crédito era la oligarquía terrateniente. Véase Carlos MARICHAL, “El nacimiento...” cit., y Andrés REGALSKY, “Banca y capitalismo en la Argentina, 1850-1930. Un ensayo crítico”, *Ciclos en la Historia, la Economía y la Sociedad*, núm. 18, 2do. Semestre 1999.

¹⁵ Para el nacimiento de los mercados de capitales en Brasil y México véase María LEVY, *Historia da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*, Río de Janeiro, 1977, y Carlos MARICHAL, “Los obstáculos al desarrollo de los mercados de capital en el México del siglo XIX”, Stephen HABER (comp.), *Cómo se rezagó la América latina. Ensayos sobre las historias económicas de Brasil y México, 1800-1914*, México, Fondo de Cultura Económica, 1999, respectivamente.

estuvieron asociadas al comercio exterior, a las deudas gubernamentales y a la especulación cambiaria. Grandes movimientos especulativos bursátiles, que desembocaron en importantes crisis financieras, estuvieron presentes en esta etapa. En este sentido, los mercados de capitales no implicaron una alternativa generalizada para el financiamiento productivo.

En definitiva, se trató de sistemas financieros precarios e inestables: la excesiva dependencia de la afluencia del oro del exterior, como pilar del orden monetario, generó en algunos casos la toma de deuda externa y situaciones de crisis cambiarias, financieras y monetarias que incluyeron importantes quebrantos en el sector bancario.

En este contexto, la industria naciente no se benefició en esta etapa de la transferencia de excedentes desde los sectores exportadores. Si bien algunas ramas manufactureras tuvieron cierto avance ante la diversificación de la demanda urbana de bienes y servicios y las posibilidades que en contextos de crisis externa brindaba la reducción de importaciones, solo algunos pocos empresarios en determinadas ramas productivas tenían la posibilidad de acceder a fuentes de financiamiento impersonales.¹⁶ Lo cierto es que no existieron en este período mecanismos e instituciones para la movilización del capital necesario para el financiamiento de la industria a gran escala.

La Primera Guerra Mundial alteró las condiciones del comercio mundial y el orden monetario que había estado vigente hasta entonces. Al igual que en el resto del mundo, durante la década del veinte, los países latinoamericanos buscaron estabilizar sus monedas y tipos de cambio. La estabilidad fue apuntalada por reformas financieras, la creación de instituciones bancarias y la sanción de regulaciones sobre el sistema financiero.¹⁷ La creación de bancos centrales fue resultado, en parte, de este proceso.¹⁸ En todos los países de América Latina se eliminó la posibilidad que tenían los bancos comerciales de emitir su propia moneda y se concedió el monopolio de emisión de billetes a una única entidad (el Banco Central, en los países que este ya había sido creado).

¹⁶ Véase Stephen HABER, “Los mercados financieros y el desarrollo industrial. Estudio comparativo de la regulación gubernamental, la innovación financiera y la estructura industrial en Brasil y México, 1840-1930”, en Stephen HABER (comp.), *Cómo se rezagó... cit.*

¹⁷ Véase Víctor BULMER-THOMAS, *La historia económica... cit.*

¹⁸ Véase Daniel DÍAZ FUENTES y Carlos MARICHAL “The Emergence of Central Banks in Latin America: Are Evolutionary Models Applicable?”, Carl-L. HOLTFRERICH, Jaime REIS y Gianni TONIOLO (Edits), *The Emergence of Modern Central Banking*, Ashgate, Adershot-Brookfield, 2001, y Gentil CORAZZA, “O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional”, *Perspectiva Econômica*, vol. 2, núm. 1, jan-jun 2006.

Si bien se trataba de reformas financieras ortodoxas, que se sumaban a la inhibición de las políticas monetaria y fiscal para actuar contracíclicamente, comenzaron a funcionar en esos años algunas instituciones diseñadas para apoyar financieramente a sectores específicos. Este proceso de cambio y de surgimiento de nuevas instituciones, se acentuó en la década del treinta a partir del retiro de muchas instituciones financieras extranjeras y la ruptura del patrón oro producto de la crisis.

En el período que se extiende desde la Gran Depresión hasta la Segunda Guerra Mundial, el crecimiento de la industria planteaba un problema importante. La necesidad de realizar inversiones a largo plazo por parte de la industria generaba un nivel de riesgo que el sector bancario (sin instituciones específicas que pudieran atender esos requerimientos) no estaba dispuesto a correr. Dadas las estructuras financieras tradicionales, no se encontraban fondos para invertirse en proyectos de inversión viables fuera del comercio y el sector primario.

Así, la creación de mecanismos e instituciones para la movilización del capital necesario para el financiamiento a largo plazo de la industria a gran escala se erigió como un problema ante el escaso desarrollo de los mercados de capitales, por un lado, y la ausencia de entidades bancarias con el tamaño y la *expertise* necesaria para llevar adelante dicha tarea, por el otro.

En la década del treinta la estructura financiera en la región comenzó efectivamente a modificarse. Producto de las convulsiones en la economía mundial, se produjo la interrupción en la entrada de capitales, al tiempo que las políticas gubernamentales buscaron impedir la fuga de los mismos. En este contexto, se fueron creando instituciones y herramientas para la regulación monetaria y del crédito, y de regulación de la economía en general.¹⁹ En los años posteriores a la Gran Depresión, comenzó a vislumbrarse el surgimiento de un sistema bancario bajo la órbita del sector público, que incluía el establecimiento de entidades financieras para atender las necesidades de financiamiento a largo plazo de sectores específicos, como la agricultura, la industria o la construcción.

En el marco de este proceso, surgieron, por ejemplo, los primeros bancos de desarrollo, aunque su rol de fomento industrial sería definido más adelante.²⁰ A pesar de estos esfuerzos, en la década del treinta el autofinanciamiento siguió siendo la principal

¹⁹ Véase Octavio RODRÍGUEZ, *El estructuralismo latinoamericano*, México, Siglo XXI-CEPAL, 2006.

²⁰ Es el caso de México, donde la fundación de Nacional Financiera se produjo en 1934 y de Chile, donde en 1939 fue creada la Corporación de Fomento a la producción. En Perú el Banco Industrial se creó en 1936 pero sus operaciones fueron muy reducidas hasta 1957 por falta de fondos.

fuelle de las inversiones del sector industrial. A sistemas bancarios basados en la banca comercial, se sumaban mercados de valores que habían perdido mucho de su dinamismo anterior, ya que el freno en el andar de la economía y en los negocios de exportación e importación implicó que se redujeran las posibilidades de obtener ganancias en esos ámbitos.

En la década del cuarenta, diversos interrogantes se abrían en cuanto a las posibilidades de seguir avanzando en el proceso de industrialización a partir de la estructura financiera preexistente. El aparato productivo industrial requería de una modernización y ampliación de la escala, para lo cual era necesaria una importante capitalización. En este contexto, tanto la estructura productiva como la capacidad de financiamiento interno imponían un límite para el desarrollo de la industria.

El problema central que se planteaba era la necesidad de llevar adelante grandes proyectos de infraestructura y ciertas inversiones prioritarias para el desarrollo en sectores básicos, en ausencia de fondos y mecanismos disponibles para el financiamiento a largo plazo y la carencia del capital humano y empresario para emprender dichos proyectos.²¹

La escasa profundidad de los mercados de capitales en la región se mantuvo inalterable durante la ISI en la región latinoamericana.²² En este sentido, resulta de suma importancia analizar las características que tuvieron estos mercados y tratar de inferir las principales razones de dicho comportamiento.

El mercado de valores privados en la Argentina durante el avance de la industrialización

La Bolsa en los años cuarenta

A comienzos de los años cuarenta la posibilidad de obtención de capitales por parte de las empresas industriales en el mercado de valores distaba de ser ostensible. Como lo señaló el Banco Central de la República Argentina en 1940 el mercado para acciones y

²¹ Véase CEPAL, “El desarrollo reciente...” cit.

²² Véase Antonin BASCH y Milic KYBAL, *Análisis de Mercados Latinoamericanos de Capitales*, México, BID-CEMLA, 1969.

obligaciones de empresas privadas se encontraba en una etapa inicial y “todavía no ha alcanzado un grado de desarrollo comparable con la importancia del comercio y la industria.”²³ En efecto, una de las características de las operaciones bursátiles para esta época era la escasa participación de los valores privados sobre el total. Desde mediados de los años treinta las transacciones de acciones representaban solo el 4% del valor nominal negociado y el grueso de las operaciones se centraba en títulos públicos y cédulas hipotecarias.²⁴

La Segunda Guerra Mundial generó una seguidilla de oscilaciones dentro del mercado bursátil. El gobierno resolvió en agosto de 1939 intervenir a través del Banco Central a fin de corregir y dar estabilidad al mercado, realizando operaciones de apoyo, comprando y vendiendo títulos para evitar bruscas oscilaciones aunque sin oponerse a la tendencia de largo plazo del mercado.²⁵ La idea era neutralizar “el sacudimiento psicológico inicial” hasta que los papeles adquirieran su “ritmo normal”, pero se siguió con esta operatoria en los años posteriores.²⁶ En 1941 como consecuencia de las mejores condiciones en las que se desarrollaba el mercado, el gobierno dispuso una conversión de los valores que estaban en circulación al 4,5 y 5% llevándolos al 4%. Lo mismo ocurrió en años posteriores con los otros actores estatales.²⁷ No obstante la reducción operada en el tipo de interés a través de las conversiones, los valores públicos continuaron mereciendo bastante apoyo de los inversores, si bien gran parte de los capitales tendieron a inclinarse a préstamos hipotecarios y operaciones inmobiliarias.

Durante la Guerra las operaciones en valores privados se estabilizaron en torno al 14% del total, en momentos en que las manufacturas lograban avances importantes y

²³ Citado por Félix WEIL, “La industrialización argentina en los años ‘40”, Mario RAPOPORT, *Economía e Historia*, Tesis, Buenos Aires, 1988, p. 363.

²⁴ De todos modos, durante estos años las grandes empresas y en especial las sociedades anónimas tenían menores dificultades que otras firmas para financiarse. Las restricciones impulsadas por la legislación financiera surgida de la crisis de los años treinta no las afectaba en demasía, puesto que permitía a los bancos invertir parte de sus fondos en acciones y obligaciones de las pocas empresas industriales que cotizaban en bolsa. Pero también es cierto que los establecimientos de carácter individual y las sociedades no formadas por capital accionario quedaban al margen de dichos beneficios. En este sentido, el Plan Pinedo primero y varios proyectos posteriormente pretendieron atacar el problema. Finalmente con la creación del Banco de Crédito Industrial Argentino en abril de 1944 se consideró que las pequeñas y medianas industrias tendrían facilidades de acceder a créditos de inversión.

²⁵ La ley 12.155 de 1935 autorizaba al BCRA a adquirir títulos por un valor igual al de su capital y reservas. Ante la situación de inestabilidad del mercado de valores comentada debió apelarse a recursos de la Tesorería y a fines de 1944 a una forma de anticipo de los bancos comerciales.

²⁶ Bolsa de Comercio de Buenos Aires (en adelante BCBA), *Memoria Anual*, 1954, p. 271.

²⁷ Hacia 1944, el Estado, tanto el Gobierno nacional como la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires y la Provincia de Buenos Aires eran los actores más dinámicos en este mercado. Los principales títulos públicos negociados eran los valores nacionales, provinciales y cédulas.

estimulaba la inversión de capitales.²⁸ Las autorizaciones de la Comisión de Valores crecieron en el período desde unos 17 millones de dólares en 1940 hasta alrededor de 63 millones de dólares al finalizar 1945. Evidentemente no todo ese crecimiento correspondía a nuevas emisiones ya que una parte correspondía al capital de nuevas empresas que se incorporaban a la Bolsa y otra a operaciones de conversión de obligaciones y *debentures*.²⁹ Con todo, las operaciones en valores nominales de ese último año eran menos de la mitad de las registradas en el inicio de la Guerra; es decir que la actividad bursátil decayó sin que los avances en la industrialización se vieran claramente reflejados en la búsqueda por parte de las empresas de capitales en ese mercado.

Expansión y crisis durante el peronismo

A partir de 1946 la situación del mercado de valores cambiaría en forma decisiva, en parte importante por la política implementada por el gobierno peronista que procuraría impulsar el mercado de valores privados a través de diversos mecanismos y una fuerte intervención.³⁰

Entre marzo y mayo de ese año se instrumentó una profunda reforma financiera que creaba un “Sistema del Banco Central”. El mismo incluía a las distintas entidades bancarias oficiales (Banco Nación, Banco Hipotecario Nacional, Caja de Ahorro y Seguros, Banco de Crédito Industrial y Banco de la Provincia de Buenos Aires) y otros organismos. El eje de la reforma implicaba el control estatal de la moneda y del crédito, dado que constituían un aspecto central de los objetivos de la política económica que intentaba plasmar el peronismo.³¹ En el marco de estas medidas el mercado de valores quedó sujeto a nuevas regulaciones. El decreto 15.353 incorporó la Comisión de Valores

²⁸ También en el contexto de la guerra se operó un rápido crecimiento del número de sociedades anónimas y casi todas las grandes empresas que se constituyeron por esos años adoptaron esta forma, y otras, ya existentes, se transformaron en tales.

²⁹ DELTEC PANAMERICANA, *El mercado de capitales...cit.*, p. 54.

³⁰ Seguimos en este apartado lo desarrollado en Marcelo ROUGIER, “El mercado de valores durante el peronismo, las dificultades para conformar un ámbito de capitalización empresaria (1944-1955)”, *Investigaciones y Ensayos*, núm. 59, enero-diciembre de 2010.

³¹ Véase respecto a la política económica del peronismo Marcelo ROUGIER, *La economía del peronismo*, Buenos Aires, Sudamericana, 2012.

al Banco Central, el que estaba además autorizado a comprar y vender en plaza valores nacionales con fines exclusivos de regulación bursátil o monetaria.³²

En el año 1946 el volumen negociado fue récord, un 20% mayor que el año anterior. El proceso puede explicarse principalmente por el rescate de las cédulas hipotecarias y la conversión de los títulos del Crédito Argentino Interno. En efecto, respecto a la primera operación, fueron reemplazadas las cédulas por Bonos Hipotecarios emitidos por el Banco Central a un menor interés con el objetivo de abaratar el costo de los préstamos hipotecarios y lograr una posibilidad de financiación más económica para los sectores populares. Por su lado, la conversión de los títulos por otros de menor interés perseguía el fin declarado de abaratar el costo del dinero para fomentar el desarrollo de la industria y demás actividades productivas, a la vez que se reducía la deuda estatal. A la par de la política seguida por el Gobierno Nacional, los títulos municipales y provinciales siguieron el curso de la conversión, emitiendo títulos con menores tasas de interés.

Como consecuencia de estas medidas el mercado bursátil se orientó hacia los valores privados, tendencia presente desde 1941 pero que adquirió fuerte dinamismo a partir de entonces. Evidentemente, la disminución de las tasas de interés de los valores nacionales desestimuló este tipo de inversión, por lo que parte de los fondos que se destinaban a estas operaciones se trasladaron a la negociación de valores privados (incluidas empresas industriales). Cabe aclarar entonces que la importante transacción de estos papeles no implicó necesariamente la canalización de recursos hacia las actividades productivas, si bien la dinámica adquirida por el mercado de valores pudo tornarlo atractivo para la colocación de acciones por parte de las empresas industriales.

Parte del impulso inicial del mercado de valores fue también provocado por la colocación de acciones de las empresas mixtas como la Flota Aérea Mercante Argentina y la Empresa Mixta Telefónica Argentina. Estos papeles contaban con garantía del Estado de un interés mínimo y fueron suscritos en su totalidad.

El mercado bursátil continuó hasta mayo de 1947 un proceso de alza de precios y multiplicación de transacciones para luego caer en una depresión, “motivada principalmente por la injustificada y especulativa alza anterior.”³³ La contracción fue atribuida por los “hombres de la bolsa” a algunos problemas de la economía real, en

³² Ministerio de Hacienda de la Nación, *Nuevas disposiciones relativas a: Sistema Bancario. Prenda con Registro. Sociedades Mixtas*, Buenos Aires, 1946. La Comisión había sido creada en 1937 con el fin de efectuar recomendaciones sobre los proyectos de emisión que le eran sometidos.

³³ BCBA, *La Bolsa de Comercio de Buenos Aires en su centenario*, Buenos Aires, 1954, p. 273.

especial al mayor costo de la mano de obra, “todo lo cual ha hecho pensar, posiblemente, a los inversores, sobre la probable disminución de utilidades que esas circunstancias ocasionarían en las empresas, adelantándose la plaza –como siempre ocurre–, a las posibilidad de tales fenómenos económicos.”³⁴ Como factor adicional se mencionaba la elevada cantidad de acciones admitidas a la cotización, “cuyo exceso se produjo en buena parte por haberse exagerado el pago de dividendos en acciones, en momentos en que el inversor necesitaba de disponibilidad de efectivo.”³⁵

En parte como respuesta a la demanda de los bolsistas, en junio de 1947, el gobierno creó el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM), pasando a integrar el Sistema del Banco Central. El Instituto podía comprar, vender o caucionar valores mobiliarios emitidos por los poderes públicos nacionales, provinciales, municipales y sociedades mixtas o privadas.³⁶ El objetivo era posibilitar la formación de un mercado de capitales a cubierto de las fluctuaciones y en el cual el ahorrista se encontrara lo suficientemente protegido como para facilitar la inversión de capitales en apoyo de actividades industriales y comerciales, cuyo fomento y desarrollo constituían un objetivo básico del Gobierno.³⁷

Las compras realizadas por el IMIM permitieron la recuperación del mercado hacia fines de año, que posibilitó el ofrecimiento público de valores de varias empresas que tuvieron buena suscripción.³⁸ Al año siguiente, las transacciones adquirieron un notable incremento, especialmente en el sector de los valores privados (83% del total operado en valor efectivo), cuyas operaciones se desarrollaron dentro de un ambiente extraordinariamente alcista.³⁹ En cambio, el mercado de títulos públicos se mantuvo estancado.⁴⁰ Este incremento de la inversión en papeles de empresas particulares se

³⁴ BCBA, *Memoria Anual*, 1947, p. 21

³⁵ *Ibid.*

³⁶ “Se creó el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias”, *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, junio de 1947, pp. 425-26.

³⁷ Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (en adelante: IMIM), *Libro de Actas de Directorio*, 1, Acta 20, 19 de julio de 1948.

³⁸ Por ejemplo de Somisa, Doderó, Adot CIBA, Arizu, SIAT, Siam di Tella Ltda., CADE, Acindar, Establecimientos Textil Oeste.

³⁹ BCBA, *La Bolsa de Comercio...* cit., p. 273.

⁴⁰ No hubo nuevas emisiones de valores del Crédito Argentino Interno y sólo se autorizó a cotizar valores públicos correspondientes a títulos provinciales y de la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires por un monto menor. Por otra parte la inversión de los recursos de las cajas de jubilaciones en Obligaciones de Previsión Social, 4%, permitió al Gobierno atender los gastos que debían financiarse con el producido de la negociación de títulos. Ello hizo innecesario el requerimiento de fondos al mercado por parte del Estado y además permitió cubrir la deuda de corto plazo y anticipadamente el Empréstito Conversión 3 ½ % 1936.

explicaba también por el hecho de que los inversores buscaran un refugio contra la pérdida del poder adquisitivo de la moneda.

En sólo cuatro acciones (Pesca, Globo, Dodero, Astra) se concentraba la actividad del 50% del mercado bursátil. El fenómeno era advertido por algunos lúcidos analistas, dado que reflejaba “la anormalidad de nuestra bolsa que ha dejado de ser un mercado de capitales para transformarse en un lugar donde prevalece el espíritu de juego.”⁴¹ En particular se habían incrementado las operaciones a término⁴² respecto a las de contado y los precios de un grupo representativo de 20 acciones prácticamente se multiplicaron por 1,5 durante 1948.

A fines de ese año las dificultades en el frente externo y la escalada inflacionaria motivaron una serie de disposiciones restrictivas que buscaron reducir el déficit fiscal y las importaciones. En octubre el Banco Central disminuyó los límites de redescuento y aumentó la tasa mínima de interés.⁴³ En el caso específico de los préstamos destinados a actividades industriales, los Bancos no podían, en adelante, considerar nuevos pedidos de créditos para la instalación de industrias en formación o para la ampliación de las existentes. También se dispuso la limitación de las emisiones de acciones o debentures. Esta última modificación implicó el cese de las colocaciones públicas de acciones que venía realizando el IMIM.⁴⁴

A fines de enero de 1949 la búsqueda de soluciones a la crisis provocó un recambio de autoridades que llevó a Alfredo Gómez Morales al frente de la conducción económica en reemplazo de Miguel Miranda.⁴⁵ Los rumores sobre el recambio en el gabinete, en el contexto de incertidumbre en la que había caído la economía peronista, generaron un profundo temor en la Bolsa y los precios se derrumbaron abruptamente. Casi todas las acciones de empresas importantes cayeron y mucho más lo hicieron aquellas acciones consideradas “especulativas” como lo eran las de la vitivinícola “El Globo” y de la Compañía Argentina de Pesca, empresas que habían contado con los favores del gobierno, en especial de Miranda.⁴⁶

⁴¹ *Economic Survey*, año IX, núm. 414, 18 de enero de 1949, p. 12

⁴² Las operaciones a plazo o a término son aquellas que se conciertan en un momento y se liquidan en otro. Para evitar la rigidez de una operación que debe liquidarse en un plazo fijo existen las llamadas *operaciones de pase*, que consisten fundamentalmente en una prolongación de la operación a término.

⁴³ “Comentarios económicos financieros”, *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, año 38, núm. 23, marzo-junio de 1950.

⁴⁴ IMIM, *Libro de Actas de Directorio*, Acta 30, 14 de diciembre de 1948.

⁴⁵ Marcelo ROUGIER, *La economía...* cit., pp. 109 y ss.

⁴⁶ Marcelo ROUGIER, “El mercado...” cit., p. 527.

Los valores gradualmente se recuperaron por las compras masivas del IMIM, no obstante, el total de las transacciones bursátiles registró una caída de casi 30% al finalizar 1949 y el volumen de negocios en valores privados retrocedió a los niveles de 1947. Las operaciones a plazo, de gran expansión en años anteriores y que habían representado casi el 60% de las transacciones en enero de 1949 prácticamente desaparecieron hacia el último trimestre.

La crisis continuó con particular intensidad en 1950, para prolongarse, al menos, hasta avanzado el año 1952, en consonancia con la magra evolución de la economía nacional en ese período. El deterioro del mercado parecía de difícil resolución. Con todo, las autoridades nacionales dispusieron una serie de medidas, primero, con el fin de eliminar los focos especulativos y, luego, con el propósito de estimular la recuperación del mercado. En efecto, pocos meses después del comienzo de la crisis y con el fin de proceder al reajuste de la plaza, las nuevas disposiciones incrementaron las garantías requeridas para hacer frente a las obligaciones de las transacciones realizadas por los comisionistas. En este sentido, entre otras disposiciones, se estableció un régimen de garantías para las operaciones a plazo con márgenes determinados mensualmente mediante promedios calculados por el Banco Central sobre los últimos tres años. La medida prácticamente eliminó las operaciones a término, que se reanudaron tímidamente a partir de marzo de 1950; aunque sin recobrar ya la primacía que habían adquirido en los años de auge especulativo (1947-1948).

A fines de 1951 dictó el régimen aplicable a las sociedades de capital en materia de impuestos a los réditos. En adelante, los accionistas no debían incluir dividendos percibidos ni estaban obligados a consignar en la declaración anual del patrimonio los capitales invertidos en acciones. Tampoco el aumento de patrimonio que surgía de ventas de valores mobiliarios estaba sujeto al impuesto a las ganancias eventuales. Estas medidas delineaban el “anonimato” absoluto a los tenedores de acciones de sociedades anónimas y pretendían estimular las inversiones para revertir la inercia negativa que se había apoderado del mercado. Las disposiciones constituyeron un claro estímulo para los inversores incluso para los capitales extranjeros que, en adelante, podían ingresar en forma anónima al país a través del mercado de valores.⁴⁷

No obstante, como resultado de la contracción general operada en la economía y del plan de estabilización aplicado a comienzos de 1952, el mercado de valores redujo

⁴⁷ BCBA, *La bolsa de comercio...* cit., p. 295.

extraordinariamente sus operaciones, y se acentuó la baja general de precios en los valores privados. En pocas palabras, la Bolsa respondió a las medidas de ajuste, que determinaron una mayor escasez de dinero, con una baja pronunciada que perduró hasta octubre-noviembre de ese año. En ese momento las operaciones y las cotizaciones llegaron a un mínimo.⁴⁸

Las noticias sobre la buena cosecha del ciclo agrícola 1952-1953 sin duda influyeron en la suba de los valores en enero y febrero de 1953, aun cuando buena parte del volumen negociado se realizó en acciones consideradas “especulativas” y no de inversión. A mediados de año el vuelco favorable y firme en la coyuntura económica y la nueva orientación en el tratamiento del capital extranjero permitieron que la recuperación bursátil cobrara consistencia.

Técnicamente, la plaza se encontraba liberada de los problemas originados en la crisis de 1949 y la evolución de la economía nacional justificaba un cambio de tendencia. En 1954 el Banco Central instituyó el sistema de “Cuentas Especiales de Participación Mobiliaria”. El propósito del gobierno era promover el desarrollo del mercado mobiliario, largamente deprimido desde 1949, de forma tal de posibilitar la atracción de capitales y de orientarlos hacia las empresas, mientras otorgaba a los inversores privados el incentivo de una utilización remunerativa.⁴⁹ La idea subyacente en esta iniciativa era que el Estado no avanzase más sobre el mercado y particularmente sobre el mercado de capitales, donde de acuerdo a la perspectiva oficial la intervención se había desarrollado en años anteriores a través del Banco Industrial. En las nuevas circunstancias, esa forma prioritaria de financiamiento debía desestimarse y propender, en adelante, que las empresas buscasen los recursos necesarios para su desenvolvimiento en el ahorro privado interno o externo.

El nuevo régimen tenía al menos dos objetivos adicionales: por un lado, consolidar la “argentinización” de las empresas, dado que amplios sectores sociales tendrían acceso al accionariado y ayudarían a mantener el control nacional de las firmas, que podrían verse amenazadas en el nuevo contexto por el estímulo a la inversión foránea que el gobierno

⁴⁸ Por ejemplo, Acindar había tenido un mínimo en su cotización durante 1951 de 173,5 y llegó en 1952 a 69, y Alpargatas con un mínimo de 210 en 1951 hizo piso en 108 durante 1952.

⁴⁹ Sobre las medidas del gobierno destinadas a fomentar el ahorro véase Marcelo ROUGIER y Martín FISZBEIN, “De Don Derrochín a Maese Ahorrín. El fomento del ahorro durante el peronismo, 1944-1955”, Patricia BERROTARÁN, Aníbal JÁUREGUI y Marcelo ROUGIER (edit), *Sueños de bienestar en la Nueva Argentina. Las políticas públicas durante el peronismo, 1946-1955*, Imago Mundi, Buenos Aires, 2004.

también propulsaba; y, por otro, “democratizar el capital”, teoría y política en boga aplicada por esos años en una gran cantidad de países desarrollados.

La aplicación del Sistema coadyuvó a potenciar el ambiente alcista y las transacciones bursátiles se mostraron extraordinariamente activas, especialmente en el ámbito de los valores privados.⁵⁰ Nuevamente en 1955, con algunos altibajos producto de los fuertes incidentes políticos, el mercado de valores continuó su tendencia ascendente, alcanzando en valores efectivos el punto más alto de la etapa que consideramos, estimulado por las colocaciones de Kaiser, que junto con Acindar y otras pocas empresas concentraba más del 50% de las transacciones. En rigor, si bien las cifras globales señalan el incremento, hasta mediados de año la plaza se mantuvo con precios sostenidos y un alto número de operaciones; luego, la crisis política provocó la depreciación de los papeles y una fuerte intervención del IMIM.⁵¹

El mercado de valores entre la depresión y la euforia (1955-1962)

En diciembre de 1955, los funcionarios del gobierno militar decretaron la interdicción de una serie de sociedades que obligaba al accionista a demostrar el origen de los fondos con los que había comprado esos papeles. El retiro provisorio de la cotización de esas acciones fue especialmente significativo para la Bolsa, por referirse en parte a sociedades que, como Pesca, Globo, Kaiser y Siam tenían gran movimiento. La consecuencia inmediata fue una importante reducción del volumen operado, a lo que vino a sumarse la derogación del anonimato.⁵²

Las “interdicciones”, la falta de liquidez por las políticas de restricción del crédito y los conflictos laborales provocaron una fuerte caída de las operaciones en 1956 y aún en 1957. A ello se sumaron los atractivos rendimientos en el mercado cambiario este

⁵⁰ Como ejemplo, el precio de los papeles de Acindar habían variado de 107 en junio de 1953 a 169 en el mismo mes de 1954; los de Bagley de 148 a 216; Siam de 220 a 440; Celulosa de 121,5 a 253.

⁵¹ Mario SEGRE, “El mercado de valores y la economía argentina”, *Revista de Sociedades Anónimas*, núm. 2-3, enero de 1956, p. 12.

⁵² BCBA, *Memoria Anual*, 1955 y 1956. Los argumentos utilizados para la reimplantación del anonimato señalaban que “La dictadura (peronista) estableció el anonimato para encubrir a los nuevos ricos del régimen y facilitar la evasión fiscal pues fue sancionado conjuntamente con una modificación al artículo 25 de la ley 11.683, que permitió el blanqueo de capitales mal habidos a través de simuladas operaciones bursátiles”. Por su parte, los operadores protestaron por la nueva medida argumentando que inhibía el arribo al capital extranjero. *Economic Survey*, año XII, núm. 545, 14 de agosto de 1956, p. 8.

último año.⁵³ La Bolsa también cuestionaba en particular la emisión de Bonos de YPF con garantía extraordinaria (como protección contra la desvalorización monetaria) y la falta de suscripciones por parte del IMIM para tonificar el mercado.”⁵⁴ El gobierno militar había decidido liquidar el Instituto Mixto en marzo de 1956, puesto que consideraba negativa la experiencia de regulación del mercado accionario; no obstante, dado el éxito que había demostrado, el Sistema de Cuentas Especiales fue transferido al Banco Industrial. El número total de cuentas y depósitos se incrementó notoriamente a partir de entonces, dado que se pudo extender el servicio de captación de ahorros a las filiales del Banco estatal en el interior, mientras que previamente el IMIM solo disponía de una boca de recolección.⁵⁵

A comienzos de 1958 la incertidumbre política generada por el llamado a elecciones también afectó al mercado, pero a partir de marzo la modificación en el régimen fiscal que devolvió el “anonimato” de los receptores de dividendos permitió una recuperación que se consolidó con el programa llevado adelante por gobierno de Arturo Frondizi.⁵⁶ No obstante la restricción del crédito y las buenas oportunidades ofrecidas en el sistema de préstamos extrabancarios y en el mercado de cambios produjeron cierto retroceso en 1959. Pero a partir de inicios de 1960 y durante buena parte del año siguiente el mercado de valores se mantuvo muy activo con un notable incremento en la cantidad de sociedades (ingresaron 104 y 105 empresas nuevas al mercado en 1960 y 1961) y de acciones operadas, y también en el valor efectivo negociado. La afluencia de fondos provenientes del exterior estimulados por la política de atracción del capital extranjero del gobierno y las necesidades de las empresas industriales con programas de expansión provocaron una fuerte oferta de nuevas emisiones y colocaciones en la bolsa. En 1960 y 1961 las colocaciones de valores privados autorizados por la Comisión de Valores alcanzaron un récord, triplicando los ya altos valores de 1955, constituyendo alrededor del 30% del financiamiento bancario a la industria y 10% del total de la inversión privada.⁵⁷

⁵³ BCBA, *Memoria Anual*, 1956, p. 15 y *Memoria Anual*, 1957, pp. 7-8. La posibilidad de operar en el mercado libre de cambios y la sucesión de devaluaciones permitieron la especulación del mercado bursátil al cambiario y viceversa, una situación que se verificará nuevamente en 1962.

⁵⁴ BCBA, *Memoria Anual*, 1957, p. 47.

⁵⁵ Banco Nacional de Desarrollo, “A la gerencia de Desarrollo. Departamento de Promoción”, *Expediente Ordinario* 102.386, primer cuerpo.

⁵⁶ William CHAPMAN y Ana VERCHIK, *El mercado de valores*, Buenos Aires, Macchi, 1985, p. 425.

⁵⁷ Oscar ALTIMIR, Horacio SANTAMARÍA y Juan SOURROUILLE, “Los instrumentos de promoción industrial en la posguerra”, *Desarrollo Económico*, núm. 25, 1967, p. 918. Así, la memoria de la Bolsa expresaba: “Estas cifras nos están indicando que las empresas encontraron en el Mercado de Valores una

Con todo, en 1961 se presentaban algunas tensiones que se expresaban en un exceso de nuevas emisiones y en la competencia de las atractivas tasas de interés de los papeles comerciales diseñados para financiar la venta de bienes durables, principalmente de automotores. Además las expectativas de devaluación del peso implicaron que muchas acciones se vendieran con el propósito de adquirir dólares. Producto de estas diferentes situaciones los precios de los valores privados cayeron un 50% en promedio a fines de 1961 con respecto a inicios del año.

El derrocamiento de Frondizi en marzo de 1962 generó una rauda caída de los precios de las acciones y los pequeños inversores sufrieron un fuerte golpe. En diciembre de ese año los precios de las acciones sólo representaban alrededor del 25% del nivel más alto alcanzado a fines de 1960 y lo operado en valores efectivos era la mitad del año anterior.

El desvanecimiento del mercado de valores (1963-1970)

La crisis política se combinó con una crítica situación económica en 1962 y 1963 que afectó particularmente a las empresas industriales. Muchas de las empresas cotizantes se presentaron en convocatoria de acreedores o fueron directamente a la quiebra. Desatada la crisis, el mercado accionario siguió una evolución desfavorable donde el 70% de los valores privados se ubicaban en ese entonces por debajo del valor par. El índice de cotización de acciones industriales tomando como base 100 para 1959 (previo al boom de 1960-1961) era 39 en 1963 y continuaría en valores similares para los años siguientes.⁵⁸ En esas circunstancias los inversores paulatinamente se fueron retirando y cobraron significación las operaciones del BIRA y la Caja Nacional de Ahorro Postal (CNAP), cuyas transacciones pasaron a constituir más del 30% del total.⁵⁹

La recuperación de la economía real luego de la crisis no modificó el comportamiento del mercado de valores, que siguió en franco deterioro sólo interrumpido por un fugaz repunte días después del golpe militar del general Juan Carlos Onganía en 1966. Se trató de una clara burbuja, tanto que en un día en julio se

fuelle de financiación de incalculable valor que les permitió realizar sus planes de expansión". BCBA, *Memoria Anual*, 1961, p. 27.

⁵⁸ BCBA, *Memoria Anual*, 1959-1966.

⁵⁹ A partir de 1961 la Caja de Ahorro había emprendió un mecanismo de absorción de ahorros similar al del Banco Industrial que funcionó hasta 1967, cuando ambas Instituciones interrumpieron la compra de acciones en bolsa y reorientaron los recursos generados por el SCE hacia otro tipo de operaciones.

transaron casi 2 millones de dólares, unas diez veces más que el volumen “normal” de los meses anteriores, y con fuerte alzas en los precios de las acciones que para algunos valores casi se duplicó.⁶⁰

En relación a esa crisis manifiesta, un informe del Consejo Técnico de Inversiones señalaba que en el transcurso de 1966 “se tornó cada vez más claro que la Bolsa de Buenos Aires no sólo había dejado de funcionar como mercado de capitales sino que de no haber sido por el apoyo del Banco Industrial y de la Caja Nacional de Ahorro Postal, el mercado habría sufrido un colapso casi total. El interés de los inversores privados desapareció y hasta los especuladores, con los que habitualmente podía contarse por el volumen regular de sus operaciones, permanecían al margen.”⁶¹ Otro analista señalaba para ese entonces que a partir de 1961 la bolsa de valores argentina se hallaba en una “crisis permanente”.⁶²

En 1966, el volumen comerciado había disminuido hasta una cifra equivalente a 52,7 millones de dólares, en comparación con los casi 400 millones de dólares de 1961 y era la décima parte del nivel de 1955.⁶³ El precio promedio de cada acción había caído un 56% y para ese entonces había casi 100 compañías cotizantes menos que en el pico de comienzos de los años sesenta. Prácticamente, la mitad de lo comerciado se vendía al 50% de su valor nominal.⁶⁴ La concentración de las operaciones en unos pocos papeles era además un rasgo muy destacado; principalmente se negociaban acciones de Celulosa, Acindar y unas pocas empresas más.

Al deteriorarse el mercado de manera prácticamente definitiva, las empresas perdieron interés en colocar nuevas emisiones. Las colocaciones autorizadas habían caído en valores constantes de 2.300 millones de pesos en 1961 a sólo 384 millones en 1966; esto no era consecuencia de que las empresas no necesitasen nuevos capitales, sino producto de que muchas acciones se cotizaban por debajo de la par, por lo que legalmente no podían realizar nuevas emisiones, y, en aquellas cuyo precio era superior al nominal no existía demanda suficiente. La relación entre la emisión primaria de acciones y la inversión bruta interna en moneda constante destacaba el proceso de deterioro a lo largo de la década de 1960: las emisiones pasaron de representar el 5% de

⁶⁰ DELTEC PANAMERICANA, *El mercado de capitales...cit.*, p. 59.

⁶¹ Consejo Técnico de Inversiones, *The Argentine Economy*, Buenos Aires, 1966, p. 107.

⁶² Carlos GARCÍA MARTÍNEZ, “Proceso inflacionario y crisis de la bolsa”, *Boletín de la UIA*, núm. 32, enero-mayo de 1967.

⁶³ “The Stock Exchange”, *Review of the River Plate*, 30 de agosto de 1969. Como comparación baste señalar que en 1969 el monto de operaciones en dólares era similar (58 millones), mientras que en Brasil era de 265 millones de dólares y en México de 2.920 millones.

⁶⁴ Véase Paul LEWIS, *La crisis del capitalismo argentino*, Buenos Aires, Sudamericana, 1993.

la inversión a comienzos de los años sesenta al 0,1% en la segunda mitad de esa década.⁶⁵ Por su parte el mercado de títulos públicos había dejado de existir, prácticamente, y los escasos intentos que podrían haberlo estimulado fracasaron.⁶⁶ No obstante, como el nivel de las transacciones en obligaciones gubernamentales a precios corrientes permaneció relativamente constante desde 1963, mientras que el correspondiente a acciones caía, la proporción de títulos públicos sobre el total negociado alcanzó el 26% del total en 1966.

Como afirmamos, el desinterés de los inversores era tal que en algunas ruedas el BIRA y la CNAP eran casi los únicos compradores, y aun así con sus adquisiciones permitían que el mercado apenas presentara un débil desempeño.⁶⁷ La relevancia de estas instituciones en el mercado puede ponderarse a la luz de la caída en el volumen de valores privados a partir de la suspensión de las compras a partir de 1967. En efecto, en los últimos años de esa década, el retiro efectivo de ambas instituciones como agentes demandantes generó aun una mayor languidez en el mercado accionario y fue entonces cuando en distintos ámbitos se volvió a discutir la forma de estimularlo.

La Bolsa de Comercio presentó un temario de medidas de rehabilitación que se debatieron en abril de 1971 en un foro convocado por el entonces ministro de Economía, Aldo Ferrer, y del cual participaron también los sectores empresariales. Un mes después fueron sancionadas dos leyes de promoción bursátil por las que se concedía a las empresas determinados beneficios. La ley 19.060 permitía la emisión de acciones por debajo de su valor nominal con el objeto de posibilitar la recepción de capitales aun cuando su cotización bursátil se encontrara bajo la par. También estipulaba que estas emisiones no podían realizarse en acciones de voto múltiple. Por su parte, la ley 19.061 instrumentaba un régimen de desgravación impositiva para el período 1971-1973, que permitía computar las sumas destinadas a la inversión en valores mobiliarios como pago a cuenta del impuesto a los réditos. Estas medidas no fueron muy efectivas y más allá de un fugaz y diminuto *boom*, los inversores continuaron alejados del mercado, y también lo hicieron las empresas, en parte porque el sistema bancario ofrecía mejores posibilidades.⁶⁸ Ciertamente es que el autofinanciamiento

⁶⁵ Comisión Nacional de Valores, *El mercado de valores en la década de 1960*, Buenos Aires, 1971.

⁶⁶ Pueden mencionarse los bonos YPF y “9 de julio”, colocados por suscripción pública en 1957 y 1962 respectivamente, ambos con cláusulas de revaluación por depreciación monetaria.

⁶⁷ El BIRA y la CNAP eran los únicos inversores institucionales de relevancia. Las cajas de jubilaciones, las compañías de seguros y los fondos de inversión no tenían prácticamente significación.

⁶⁸ Véase al respecto Paul LEWIS, *La crisis del capitalismo...* cit., y Marcelo ROUGIER, *Industria, finanzas e instituciones. La experiencia del Banco Nacional de Desarrollo*, Bernal, UNQui, 2004.

y el sistema bancario fueron durante todo el período las fuentes fundamentales de financiamiento de las empresas privadas.

Por otra parte, a partir de los últimos años de la década de 1960 y primeros de la siguiente, como consecuencia de los magros atractivos para los inversores y de las políticas oficiales de emisión de valores con ajuste inflacionario o cambiario, el mercado de valores se orientará decididamente hacia la negociación principalmente de títulos públicos y llegó en 1976 a representar en valores efectivos el 87% del total de lo negociado, una situación que no se verificaba desde los años cuarenta, cerrando de este modo un ciclo de tres décadas de predominio de las acciones.⁶⁹

Reflexiones finales

La evolución del mercado de valores privados en la Argentina ha sido muy irregular. Durante algunos breves períodos pudo cumplir su función de contribuir al financiamiento de los planes de expansión de las actividades productivas pero no ha desempeñado el papel que pudo corresponderle de acuerdo al crecimiento de la economía y la industria local. En términos generales no pudo proporcionar recursos a largo plazo a las empresas y tampoco al Estado.

Esta realidad del mercado de valores se insertó en una estructura financiera cuyo problema central en la segunda posguerra (aunque también en otros períodos) fue precisamente el largo plazo, en un contexto en el que la economía estaba sujeta a una secuencia de ciclos cortos de expansión y retroceso. Esa dinámica de la economía real imprimía condicionamientos sobre las instituciones y estructuras financieras, que a su vez, debilitaban a los propios sectores productivos. Así, la escasez de financiamiento volvía más complicada la reversión de los ciclos cortos de actividad.

En este sentido, los períodos de auge y retracción o estancamiento en el mercado de valores parecieron tener alguna vinculación con las vicisitudes de la dinámica económica y productiva. Luego del ciclo alcista de los años iniciales del peronismo, y producto de una fenomenal crisis desatada en 1949, los inversores se retiraron y el mercado bursátil quedó deprimido hasta los primeros años de la década de 1960. Un

⁶⁹ Principalmente se negociarán los Bonos Nacionales para Inversión y Desarrollo emitidos en 1971 y a partir del año siguiente los Valores Nacionales Ajustables. Jorge BERARDI, *La crisis del mercado de valores...* cit., pp. 40-42 y Horacio FRANCO, *Bolsas de comercio y mercado de valores*, Buenos Aires, Abeledo-Perrot, 1981, pp. 47 y 112.

nuevo y fugaz ciclo de auge durante los años de expansión desarrollista se apoyó en las expectativas creadas por el ingreso masivo de firmas al mercado y el crecimiento de esos años. Luego de la crisis de 1962 y 1963 el mercado se desplomó y sólo se mantuvo gracias a las compras de inversores institucionales estatales (el Banco Industrial y la Caja de Ahorro), que terminaron quedándose con buena parte de las acciones de firmas privadas. Así, los períodos de expansión (1946-48, 1953-55 y 1960-61) coinciden con fases de crecimiento, relativamente baja inflación y políticas de aliento a la industria. Los de depresión (1949-52, 1956-57 y 1959) se asocian a bajos niveles de la actividad económica o políticas monetarias restrictivas.

Las causas de la baja profundidad del mercado bursátil y su deterioro durante varias etapas no pueden atribuirse a un único fenómeno. Por un lado, se observó que en muchos períodos las acciones no constituyeron un medio idóneo para mantener el capital invertido. La expansión del mercado financiero extrabancario con altas tasas nominales de interés, brindaba a los ahorristas una alternativa más redituable que la inversión bursátil; tampoco los valores privados daban gran seguridad, pues los dividendos se pagaban principalmente en acciones y pocas veces las empresas lo hacían en efectivo.⁷⁰ Incidía negativamente también la actitud de los empresarios, que emitían acciones de voto múltiple abultando la oferta en el mercado sin perder su capacidad de control sobre la sociedad. Finalmente, una gran cantidad de firmas tenían verdaderas dificultades financieras y escasa rentabilidad.⁷¹

Sin embargo, las razones de la atonía no se encuentran solamente en las características propias del mercado. En primer lugar, en el período considerado, el Estado se alzó como el agente promotor del desarrollo y si bien, como se explicó, existieron medidas concretas en determinados períodos que favorecieron el andar de la bolsa, se dieron prioridad a otros mecanismos para orientar el desarrollo hacia la industria. La política comercial, la orientación de subsidios, las exenciones impositivas y el crédito público fueron las herramientas a las que se recurrió más activamente. Aún

⁷⁰ Así lo comentaba un analista años después: “se dejaba de pagar el dividendo que correspondía a los propietarios de la empresa, accionistas muchas veces desconocidos, y los beneficios empresarios, acumulados en plata ‘negra’, debían repartirse entre los íntimos al frente del negocio. A partir de aquel momento el ahorrista nada tuvo que hacer en la empresa nacional. Partió con sus pesitos a la escribanía... mientras que la empresa hubo de depender para su evolución del crédito. La Bolsa a partir de aquel momento fue un remanso tranquilo, agitado en ocasiones por especulaciones que servían para esquilmar a algunas en beneficio de otros pero dejó de ser un lugar donde invertir.” Roberto ROTH, *Los años de Onganía*, Buenos Aires, La Campana, 1981, p. 275.

⁷¹ Véase al respecto las opiniones de Elbio Coelho en “Los empresarios frente a la estabilidad de precios”, *Panorama de la Economía Argentina*, año VI, núm. 39, III trimestre de 1968.

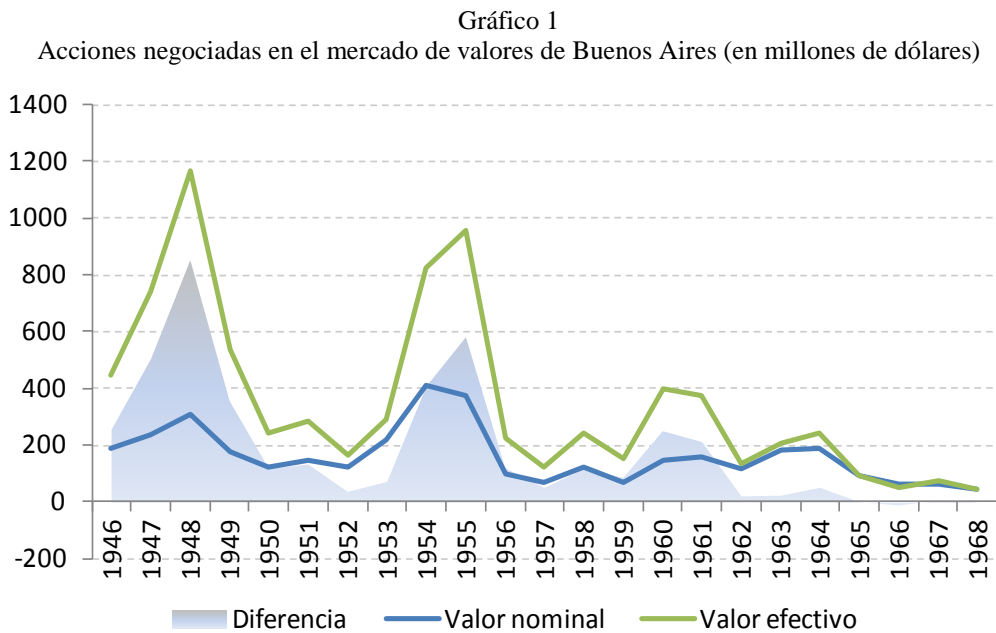
así, y aunque la banca pública desempeñó un papel importante, el problema del financiamiento a largo plazo para la industria no encontró una verdadera solución perdurable en el tiempo. Las empresas tendieron en este contexto a recurrir al autofinanciamiento y, en menor medida, al crédito bancario, escaso sobre todo para cubrir necesidades de inversión.

Lo cierto es que, como lo muestra la experiencia de la industrialización en países avanzados, los mercados accionarios difícilmente puedan convertirse en la piedra angular de un proceso de industrialización. La conformación de sus industrias en países como Francia o Alemania, se realizó en base a instituciones bancarias específicas, en las que el Estado tuvo una injerencia decisiva. El caso de Estados Unidos, paradigmático en cuanto a la contribución del mercado de capitales al desarrollo industrial, parece haber constituido una excepción histórica.

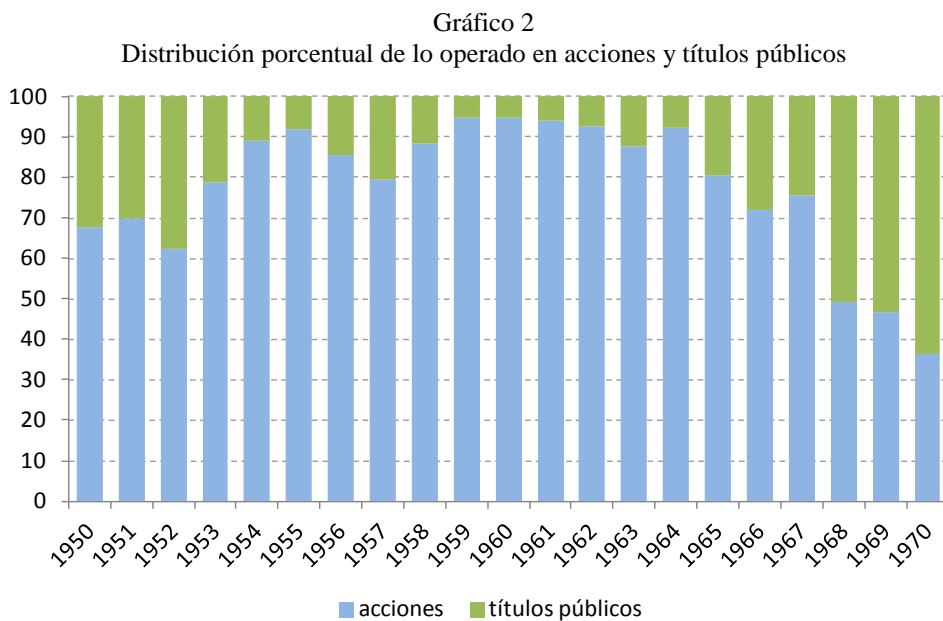
Lo que resulta llamativo para el caso argentino, es el escaso avance del mercado de capitales, e incluso retroceso, ante un sendero de industrialización vigoroso como el exhibido durante la ISI. Aunque muchos autores marcan al proceso inflacionario como la principal causa de este andar del mercado bursátil, la explicación no puede circunscribirse a dicho fenómeno. Si bien es cierto que la persistencia de inflación y tasas de interés reales negativas hace que el ahorro se canalice a la compra de bienes durables, en lugar de canalizarse a las oportunidades de inversión más rentables a través del sistema financiero, también es cierto que en los niveles de ahorro de la Argentina no parece estar la explicación del escaso desarrollo de los mercados financieros. En este sentido, en un contexto inflacionario, la inversión real no es a priori un mal negocio. Y la compra de acciones cuyos valores reflejan en parte la actividad real de las empresas cotizantes, tampoco debería serlo. Procesos de aumentos de precios son más propicios al aumento de las ganancias de las empresas que procesos deflacionarios.

En definitiva, parecieron expresarse en el mercado de capitales algunas de las falencias de la estructura de financiamiento de la industria y parte de las deficiencias estructurales que sufría la economía argentina. Esas limitaciones determinaban un comportamiento cíclico que se vio agravado por las particularidades de la configuración política del país que alimentaba a su vez los ciclos de corto plazo. Así, la estructura financiera reflejó las pautas de la economía real: se basaba en el corto plazo, predominando la financiación del consumo, mientras que la financiación de inversiones del sector industrial no resultaba atractiva ni se contaba con la estructura adecuada para llevarla a cabo.

En consecuencia, las medidas adoptadas para estimular ese mercado como ámbito para la capitalización empresaria nunca parecieron ser muy efectivas y un nuevo auge se registró con el “golpe de efecto” del golpe militar de 1976. Esa nueva burbuja explotó rápidamente y la caída se acentuó con la venta de los paquetes accionarios que el Banco Industrial y la Caja habían acumulado durante sus años de participación en el mercado.

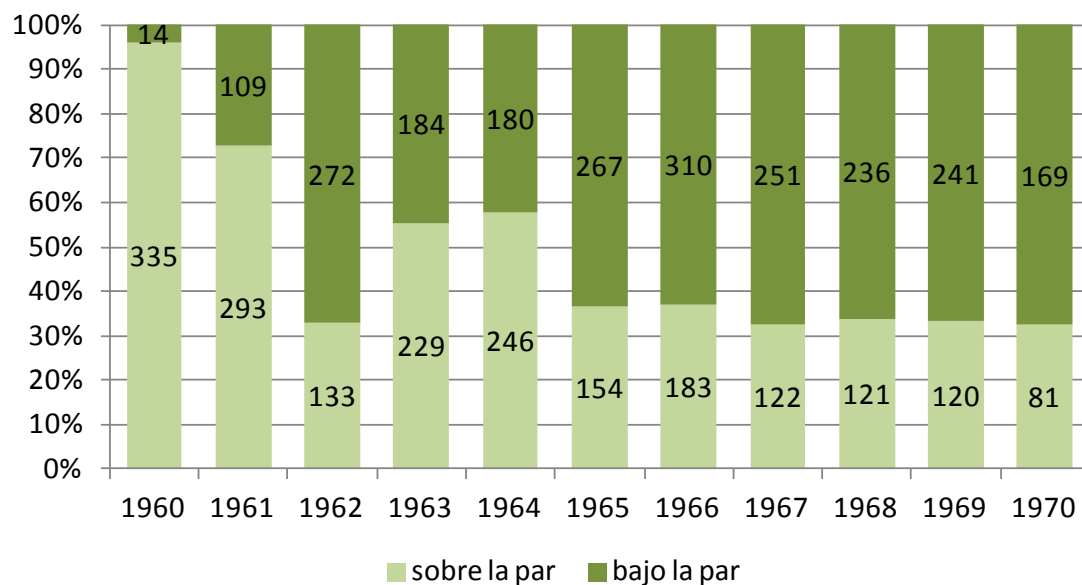


Fuente: Elaboración propia en base a N. Erickson, The Stock Exchange, Review of the River Plate, 30 de agosto de 1969.



Fuente: elaboración propia en base a DELTEC PANAMERICANA, El mercado de capitales en la Argentina, Mexico, BID, 1968 y CNV, El mercado de valores en la década del sesenta, 1971

Gráfico 3
Cantidad de sociedades que cotizaban sobre y bajo la par al cierre de cada año



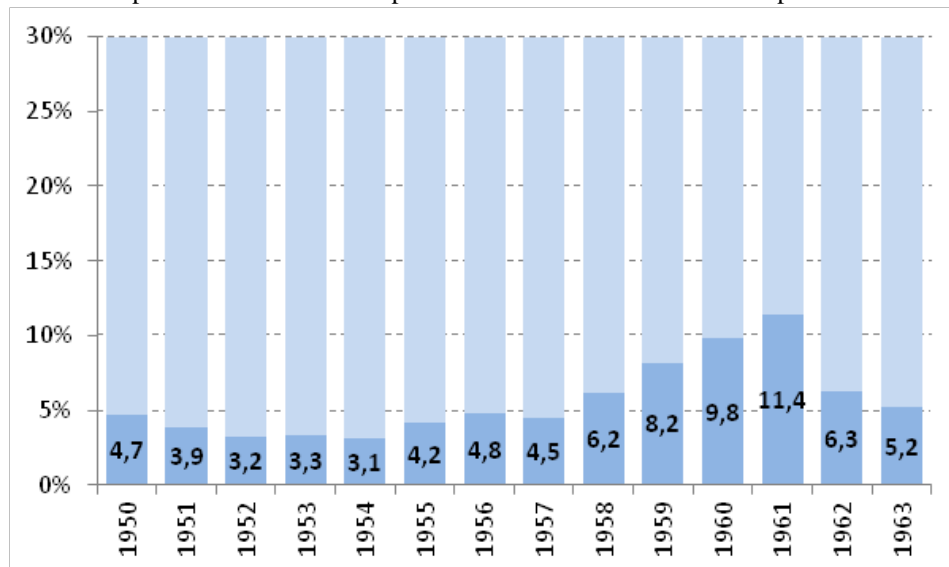
Fuente: CNV, El mercado de valores en la década del sesenta, 1971

Tabla 1
Inversión Bruta Interna y Emisión de Acciones

| Año | IBI <i>en miles de mil. de pesos de 1961</i> | emisión | % |
|------|---|---------|-----|
| 1960 | 218,3 | 10,2 | 4,6 |
| 1961 | 241,2 | 12,2 | 5 |
| 1962 | 216,1 | 2,9 | 1,3 |
| 1963 | 167,4 | 4,9 | 2,9 |
| 1964 | 200,7 | 3,3 | 1,6 |
| 1965 | 228 | 1,4 | 0,6 |
| 1966 | 207,9 | 0,6 | 0,2 |
| 1967 | 219,4 | 0,7 | 0,3 |
| 1968 | 249,2 | 1 | 0,4 |
| 1969 | 293,1 | 0,4 | 0,1 |
| 1970 | 308,7 | 0,5 | 0,1 |

Fuente: CNV 1971, El mercado de valores en la década del sesenta

Tabla 2
Participación de las emisiones privadas en la Bolsa en la inversión privada total



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, Boletín estadístico, varios números y Oscar ALTIMIR, Horacio SANTAMARÍA y Juan SOURROUILLE, "Los instrumentos de promoción industrial en la posguerra", *Desarrollo Económico*, núm. 25, 1967

Gráfico 4
Volumen negociado (en millones de pesos de 1960)

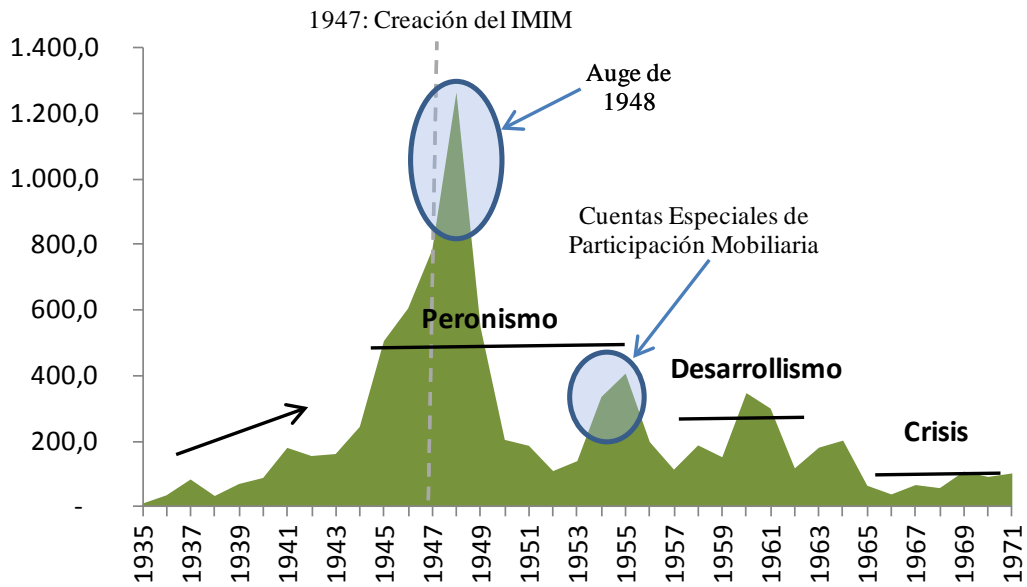


Gráfico 5
Sociedades cotizantes

