

Intermediación financiera y desarrollo económico durante la ISI en Argentina: 1935-1967

Financial Intermediation and Economic Development During Substitutive Industrialization in Argentina: 1935-1967

Lionel Barbagallo ⁱ
lionel.barbagallo@gmail.com

Resumen

Este trabajo describe la trayectoria del mercado de valores privados de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires durante el período 1935-1967, a través de un índice de precios de acciones de empresas representativas. Asimismo, pretende establecer cuál fue la contribución de dicha institución como fuente de financiamiento productivo a largo plazo. La evidencia reunida permite dividir el período bajo análisis en tres momentos: A) entre 1935 y 1948 donde la intermediación financiera -medida por el desempeño bursátil, los agregados monetarios y préstamos bancarios- creció hasta alcanzar niveles elevados, B) entre 1948 y 1960, donde estos indicadores evidenciaron una leve tendencia declinante y C) de 1961 en adelante, donde el colapso del sistema financiero fue total. La investigación profundiza en los condicionantes estructurales de esta evolución, teniendo en cuenta los principales *fundamentals* macro y micro económicos y reparando en la trayectoria del sistema financiero en general.

Palabras clave: INTERMEDIACIÓN FINANCIERA; BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES; INDUSTRIALIZACIÓN POR SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES.

Abstract

This paper presents the Buenos Aires Stock Exchange trajectory between 1935 and 1967, through a representative stock index. It aims to establish the contribution of the stock market as a source of long-term productive funding. The evidence allows to divide the period into three different moments: A) between 1935 and 1948, when financial intermediation -measured through stock exchange performance, money supply and bank loans- grew until it reached significant levels, B) between 1948 and 1960, when it showed a mild downwards trend and C) from 1961 on, where financial de-intermediation deepened. This research studies thoroughly into the structural factors of the process such as the macro and micro fundamentals and also focuses in the financial system evolution as a whole.

Key words: FINANCIAL INTERMEDIATION; BUENOS AIRES STOCK EXCHANGE; SUBSTITUTIVE INDUSTRIALIZATION.

Recibido: 6 de enero de 2016.

Aprobado: 5 de diciembre de 2016.

ⁱ Área de Estudios Sobre la Industria Argentina y Latinoamericana, Instituto Interdisciplinario de Economía Política de Buenos Aires (AESIAL – IIEP Baires), Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires (FCE-UBA).

Introducción

Existe una línea teórica, que se remonta a los trabajos de Raymond Goldsmith (1963), que relaciona desarrollo financiero con desarrollo económico. A pesar de tratarse de una interesante línea de análisis, que ha sido continuada por diversos investigadores, una serie de estudios novedosos ha comenzado a cuestionar esta relación de causalidad tan férreamente delimitada. Estos últimos avances sugieren que dicha relación podría no ser tan lineal como se creía anteriormente. Así y todo, la evidencia presentada en estas investigaciones aunque no establece causalidad, deja entrever la existencia de contemporaneidad de los fenómenos descritos. Desarrollo económico y desarrollo financiero son fenómenos que tienden a ser contemporáneos. Por este motivo, el estudio de los mercados financieros puede aportar interesantes elementos para pensar la problemática del crecimiento económico y la acumulación de capital en general.

El análisis de la intermediación financiera en la Argentina ha puesto un énfasis excesivo en el primer tercio del siglo XX. Los patrones de desarrollo financiero de este período son bastante conocidos gracias a una multiplicidad de trabajos.¹ Probablemente detrás de esta asimetría de esfuerzos académicos se halle el supuesto de que luego de la crisis del treinta los mercados financieros en la Argentina entraron en una suerte de letargo y decadencia, imagen que es reforzada por una serie de trabajos de fines de los sesenta (período de fuerte crisis) que tiñe con un halo negativo y decadente a todo el período². En gran medida, esta concepción se debe a la falta de trabajos que clarifiquen la evolución de la intermediación financiera en su conjunto y del mercado de valores privados; en particular para el período 1935-1966, es decir, para los años centrales del proceso de Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI).

Quienes abordaron el problema, concuerdan que durante el peronismo el mercado de valores privados experimentó un efímero dinamismo, pero rápidamente durante los años 1950 y especialmente en la década de 1960 el mismo colapsó definitivamente.³ No obstante, el análisis de su contribución a la financiación de la actividad económica ha sido poco abordado. Entre los pocos estudios disponibles, los trabajos de Altimir, Santamarina y Sourrouille (1966) y Rougier y López (2012) han señalado su mínima contribución a la financiación del sector privado. Es probable que el principal elemento que haya llevado a estos investigadores a tales conclusiones sea la falta de un enfoque comparativo con otras experiencias nacionales. A nivel latinoamericano, el mercado de valores privados de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) fue el más desarrollado entre sus pares (al menos hasta finales de los años sesenta). Incluso en ciertas ocasiones específicas durante fines de los cuarenta e inicios de los sesenta el mercado local llegó a ser comparable, en ciertos indicadores, al estadounidense.

El objetivo de este trabajo es analizar el devenir del mercado de valores privados en la Argentina entre 1935 y fines de 1966. Dichos años experimentaron fuertes cambios en los patrones de intermediación; la Argentina desarrolló entre 1935 y 1960 un próspero mercado de capitales, pero rápidamente entre fines de los cincuenta e inicios de la década siguiente, el

¹ Nos referimos a los trabajos de Nakamura y Zarazaga (2001), della Paolera y Ortiz (1995), della Paolera y Taylor (1997), Regalsky (1994) y Pineda (2006).

² Principalmente los siguientes trabajos: CEMLA (1968a), Noya (1970), Comisión Nacional de Valores (1971) y Berardi (1974).

³ CEMLA (1968a) y Berardi (1974).

mismo colapsó brutalmente. A nivel metodológico, el recorte temporal busca empalmar dos series de cotizaciones bursátiles de acciones de sociedades anónimas existentes, una de Nakamura y Zarazaga (2001) que cubre de 1900 a 1935, y otra elaborada por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires a partir de 1967.

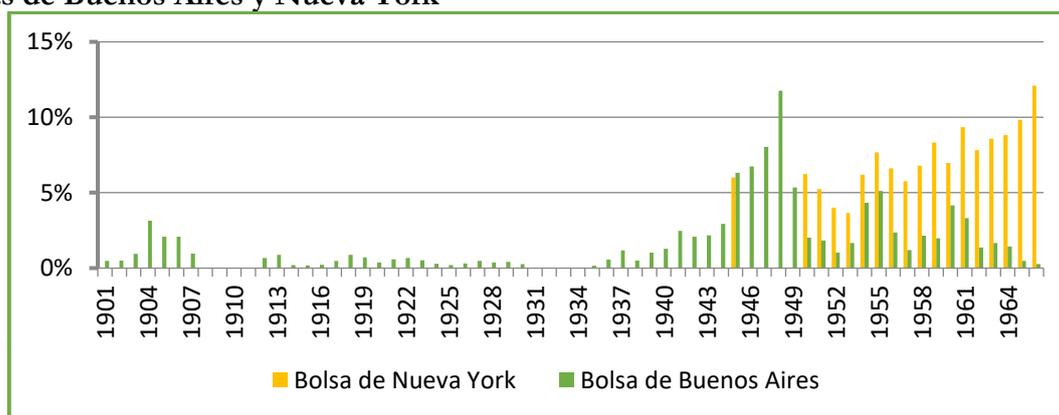
El trabajo presenta la trayectoria del mercado de valores privados a través de un índice de precios de acciones y dividendos abonados. Asimismo, se exhiben estimaciones referentes a la contribución del mercado primario de acciones a la financiación de la actividad económica. Se analizan variables clave que influyen sobre la evolución del sistema financiero: el entorno institucional, los aspectos monetarios y macroeconómicos y la rentabilidad del sector empresario. Se estudia con especial atención la trayectoria de la BCBA durante la década de 1960, período de especial crisis, donde tuvo lugar una intensa dinámica de sustitución de activos de reserva de valor. Para este último período se presentan diversos indicadores económico-financieros referidos a la negativa evolución del sector privado, en especial el sector manufacturero.

La evidencia reunida permite suponer que el mercado de valores entre los años 1945 y 1961 fue una activa fuente de financiación al sector privado. El análisis de los volúmenes de emisión en el mercado primario de acciones demuestra un alto grado de desarrollo del mercado local. El volumen transado en el mercado secundario también refuerza esta hipótesis. Ambos indicadores colocan al mercado local a la cabeza de las plazas latinoamericanas. Esta dinámica parece haber estado fuertemente condicionada entre 1935 y 1945 por los elevados niveles de rentabilidad obtenidos por el sector industrial. Con el peronismo las condiciones económicas en las que se desempeñaba el mercado de valores se modificaron raudamente. Durante estos años, la actividad del mercado probablemente estuvo más fundamentada en condiciones creadas por la política económica y financiera (reforma financiera de 1946, regulación de tasas, control de cambios y fomento al capital extranjero) que por la rentabilidad del sector privado. En cambio, a partir de 1961 el mercado sucumbió frente a un entorno macroeconómico desafiante y condiciones económico-financieras muy difíciles para el sector privado.

El mercado de valores privados en el largo plazo

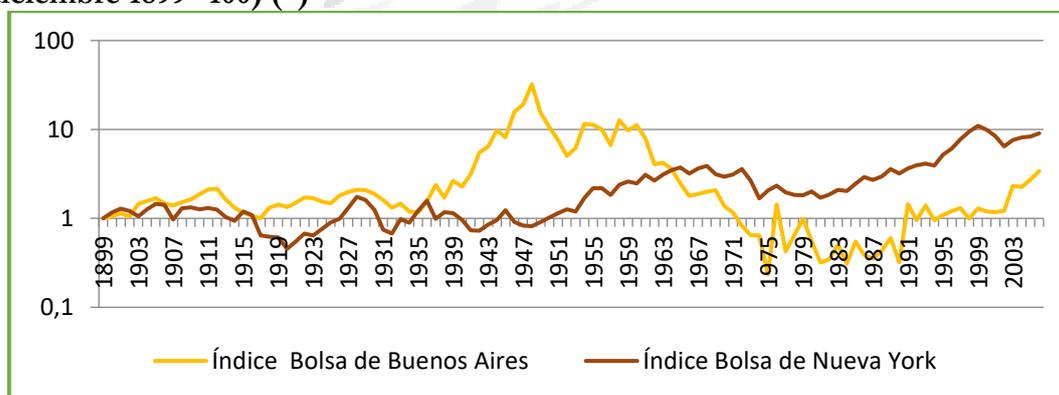
En su conjunto, el período 1935-1966 presentó niveles de vitalidad inusitados dentro del mercado de valores privados. En el Gráfico 1 se aprecia que los niveles de transacciones registraron cotas mucho más elevadas a períodos precedentes. Los volúmenes negociados más que cuadruplicaron los del período agroexportador: durante fines de los cuarenta fueron similares (medidos en relación al Producto Bruto) a los de la Bolsa de Nueva York (NYSE), y hasta entrada la crisis durante la década del sesenta, este indicador se mantuvo, aunque por detrás, en niveles comparables a los del NYSE (lo que no es poco decir ya que se trataba, por lejos, del mercado de valores más importante del mundo). El Gráfico 2 muestra la evolución de largo plazo de las cotizaciones bursátiles a lo largo de todo el siglo XX. Es notorio que los años que van de 1945 a 1960 presentaron niveles de cotizaciones bastante elevados en relación al resto del siglo. Tal es así hasta principios de los cincuenta, la performance acumulada de la plaza local fue más satisfactoria que la neoyorquina. Sin dudas, los años centrales de la ISI supusieron un desarrollo mayor al que tradicionalmente se pensaba y solo durante los años sesenta la crisis se hizo dueña del escenario.

Gráfico 1: Volumen efectivo operado en acciones como porcentaje del PBI en las bolsas de Buenos Aires y Nueva York



Fuente: elaboración propia en base a Nakamura y Zarzaga (2001), Alemann (1956), CEMLA (1968a) y NYSE, *Data Overview*.

Gráfico 2: Índices de precios de acciones en Buenos Aires y Nueva York, 1899-2007 (diciembre 1899=100) (*)



Nota (*): en valores reales, ajustados por dividendo en acciones.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Robert Shiller *Online Data* para Nueva York. Para Buenos Aires: datos de Nakamura y Zarazaga (2001) para los años 1899-1935; Memorias Anuales de la BCBA (varios números) y Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio (varios números) para los años 1935-1967; índice General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires de 1967 en adelante.

Un primer análisis del ámbito bursátil revela la constante incorporación de empresas cotizantes a lo largo del período. Un momento inicial de expansión fuerte se encuentra a mediados de la década de 1940, donde la cantidad de papeles cotizados pasó de 142 a 251 entre los años 1943 y 1948 (Alemann, 1956). Un segundo momento de expansión intensa fueron los años del desarrollismo. En 1961 la bolsa registraba 660 sociedades anónimas que cotizaban sus papeles allí mientras que en junio de 1956 el número era de apenas 333.⁴ Solo con la intensa crisis de los sesenta se revirtió el proceso de incorporación de empresas a la bolsa e incluso comenzaron a retirarse, cada vez en mayor cantidad durante el transcurso de la década. La constante incorporación de nuevos capitales se vio reflejada en el aumento de la capitalización bursátil de los mismos. Una investigación del CEMLA (1968a) señala que para 1962, un tercio del capital total suscrito por las sociedades anónimas del país correspondía a empresas que cotizaban sus acciones en la bolsa, lo que es a las claras un indicador de la gran relevancia adquirida por este ámbito para la vida empresarial.

⁴ Ver Comisión Nacional de Valores (1971) y Alemann (1956).

Para 1961 la capitalización de las empresas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires llegó a alcanzar el 20% del PBI. Si bien para 1948 no existen estimaciones exactas, es verosímil suponer que la capitalización fue al menos similar a la de 1961. Esta evolución da cuenta del fenomenal incremento en los niveles de capitalización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, ya que, para la década del veinte, solo contando los ferrocarriles cotizados en Londres se alcanzaban niveles similares. Descontando dichas empresas, la capitalización de la bolsa local en 1929 apenas alcanzaba al 10% del PBI.⁵

La contribución al financiamiento de la inversión a través del mercado de valores privados

Los indicadores expuestos anteriormente sugieren un gran crecimiento del mercado de valores privados como vehículo financiero durante la industrialización por sustitución de importaciones. Entre 1940 y 1960 el panel de sociedades anónimas cotizadas en la bolsa incrementó su cantidad, su capital admitido y sus niveles de capitalización. Pero, ¿qué tipo de capitales se estaban incorporando al mercado? Información publicada en el Anuario Estadístico de la Bolsa de Comercio de 1956 revela los cambios en la composición de los capitales admitidos a cotización. Como se aprecia en el Cuadro 1, destaca por sobre todos los elementos el gran aumento del capital del sector comercial, seguido por la industria metalúrgica y el sector papeleras y gráficas. Esto contrasta con el declive de los sectores antes dominantes, sector primario, industrias extractivas y sector financiero. Esta modificación en la estructura de los capitales admitidos revela el gran crecimiento de la industria manufacturera en su conjunto, motorizado por la expansión del sector metalúrgico y papelerero. El sector comercial, a pesar de haber registrado las mayores tasas de expansión, no pasó de representar el 10% del capital en 1956. Para esta fecha, el 40% del capital era representado por metalúrgicas y papeleras, mientras que para 1935, el sector bancos y seguros representaba dos tercios del capital y las industrias primarias y extractivas representaban más de un cuarto del capital. La evidencia presentada en este informe parece acompañar las tendencias y transformaciones del conjunto de la economía. El crecimiento del *stock* de capital de la industria manufacturera, y en especial de la metalúrgica, ha sido señalado con énfasis por diversos investigadores lo que es consistente con la trayectoria que verificamos en el ámbito bursátil.⁶

Cuadro 1: Capitales admitidos a cotizar de sociedades cuyos papeles se transaron al menos una vez durante el año, 1935-1956 (en miles de pesos de 1935)

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

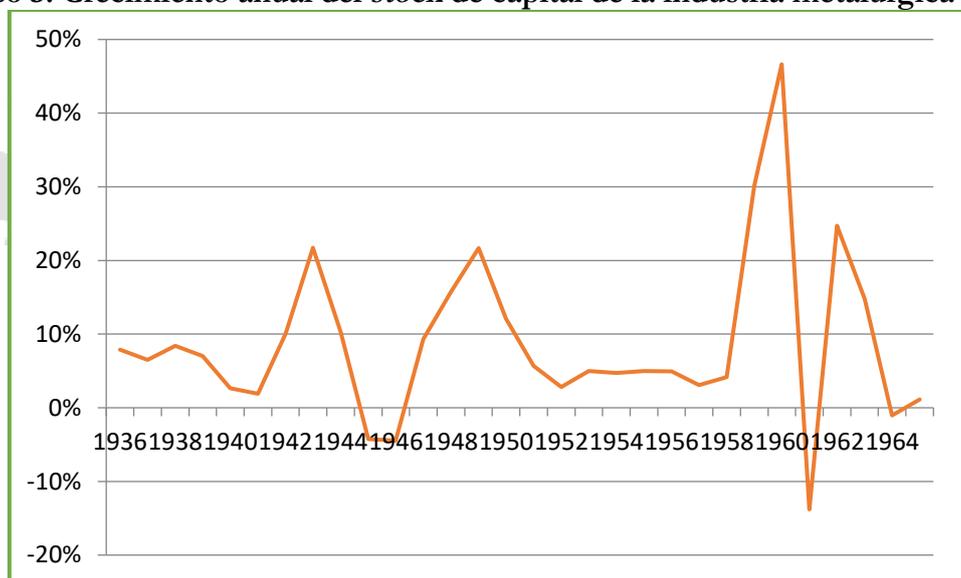
Fuente: elaboración propia en base al Anuario Estadístico de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires del año 1956.

⁵ Estas cifras revelan que, en términos comparativos, el nivel de desarrollo del mercado de valores privados fue muy importante durante gran parte del siglo XX, al menos hasta entrada la crisis de los años sesenta. Según Nakamura y Zarazaga (2001) la capitalización bursátil italiana para 1992 no alcanzaba al 15% de su PBI, es decir, niveles similares a los alcanzados por la BCBA medio siglo antes.

⁶ Ver Elías (1969) y Newland (2015).

Alemann (1956) también destaca el incremento de valores industriales a lo largo del período. Estos sectores aumentaron su participación en el capital bursátil pues fueron muy dinámicos durante la posguerra, como lo muestra la evolución del stock de capital exhibida en el Gráfico 3. Es evidente, que para estos sectores económicos la bolsa fue una fuente importante de financiamiento.

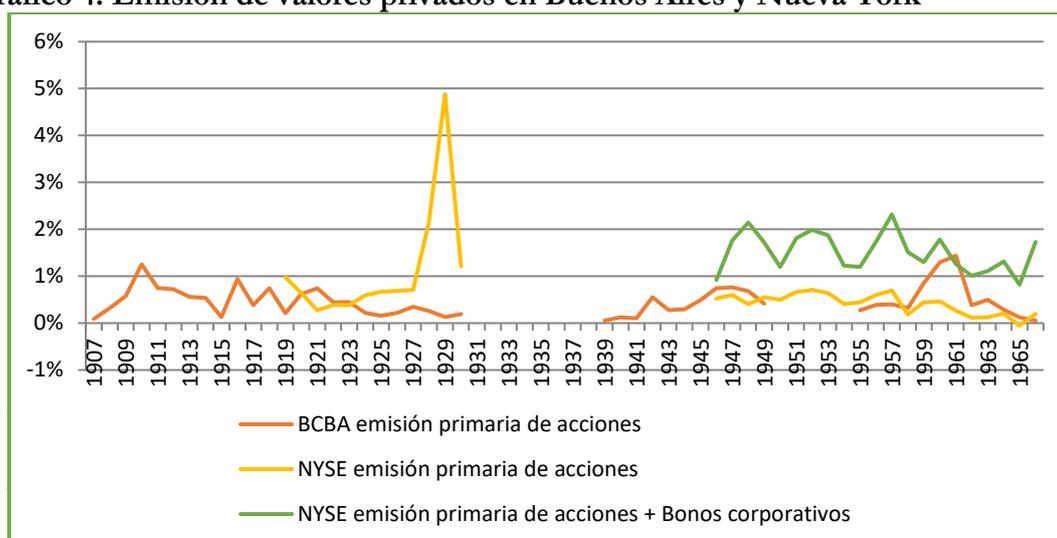
Gráfico 3: Crecimiento anual del *stock* de capital de la industria metalúrgica



Fuente: elaboración propia en base a Elías (1969).

Se conocen ciertos datos que permiten estimar la contribución global de la bolsa como fuente de financiamiento empresarial. Entre 1907 y 1929 Nakamura y Zarazaga (2001) calcularon que la emisión primaria de acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires representó en promedio anual un 0,46% del PBI. Durante los años centrales de la industrialización sustitutiva, y que engloban el período más dinámico de actividad bursátil, entre 1945 y 1961, las emisiones primarias de acciones representaron un promedio anual del 0,67% del PBI.⁷ Al igual que las cotizaciones, los picos de emisión primaria se registraron alrededor de 1948 y 1960. Las emisiones de fines de los cincuenta y principios de los sesenta constituyeron récords absolutos, y llegaron a superar incluso los niveles elevados de la *belle époque*, tal como se puede apreciar en el Gráfico 4. La capacidad del mercado de valores de canalizar el ahorro hacia la inversión, hasta bien entrada la crisis del sistema financiero durante los años sesenta, fue muy elevada incluso en parámetros internacionales. El mercado primario de acciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires tuvo en promedio las mismas dimensiones que el de Nueva York, siendo en ocasiones muy superior. No obstante, hay que tener en cuenta que una parte substancial de la captación de fondos en la Bolsa de Nueva York era realizada a través de la emisión de bonos corporativos, herramienta prácticamente inexistente en la plaza local. Aun así, los niveles de intermediación del mercado local no dejan de ser muy elevados.

⁷ Excluyendo el período 1950-1954, para los cuales no hay estimaciones. Para los años 1955-1966, se conoce el detalle de las suscripciones de capital autorizadas por la Comisión de Valores. Las mismas representaban en promedio un 40% de los montos totales admitidos a cotización. Para el período 1940-1949, solo se conocen los montos totales admitidos a cotizar. Se ha estimado que las emisiones primarias representaron, al igual que durante el desarrollismo, un 40% del total de los capitales admitidos.

Gráfico 4: Emisión de valores privados en Buenos Aires y Nueva York

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Nakamura y Zarazaga (2001), CEMLA (1968a), Vázquez Pre-sedo (1988) y FED, *Flow of funds of the United States*.

Las empresas industriales fueron las principales beneficiarias de la captación de recursos en el mercado de valores, por lo que el mismo, tal cual señala Alemann (1956), parece haber sido de crucial importancia para el desarrollo de varios sectores, principalmente el metalúrgico. David Chu (1972) ha trabajado con datos no publicados de un estudio elaborado por el Banco Central durante la década de 1940, que cubre el período 1939-1944, y hace referencia a las fuentes de fondos de un conjunto de grandes empresas industriales. A partir de estos datos, concluye que el rol de la bolsa como fuente de fondos para la inversión industrial fue bastante activo. Para el conjunto de empresas de la muestra (cuya composición lamentablemente no conocemos), las fuentes internas cubrieron el 49% de las necesidades de fondos, mientras que las externas el 51% restante. Sobre las fuentes externas, alrededor de un 60% se cubrió a través de la emisión de acciones en el mercado de valores.

Chu complementa los datos obtenidos del trabajo del Banco Central con el estudio de información publicada en los balances de algunas empresas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires elegidas por su representatividad. Según la información expuesta en el Cuadro 2, se puede afirmar que a nivel de ciertos capitales individuales el aporte del mercado de valores fue clave. El caso más paradigmático que expone Chu es el de la empresa Grassi, que cubrió en promedio un 45% de sus necesidades de fondos apelando al mercado de valores.

Cuadro 2: Participación de las emisiones primarias de acciones en la bolsa de Buenos Aires como fuente del financiamiento global de empresas industriales seleccionadas

Textilia		Grafa		Teubal	
1931-1938	1939-1945	1930-1938	1938-1945	1937-1938	1939-1949
21%	4%	21%	15%	40%	0%
Campomar		Grassi			
1930-1938	1939-1945	1934-1938	1939-1944		
0%	61%	42%	47%		

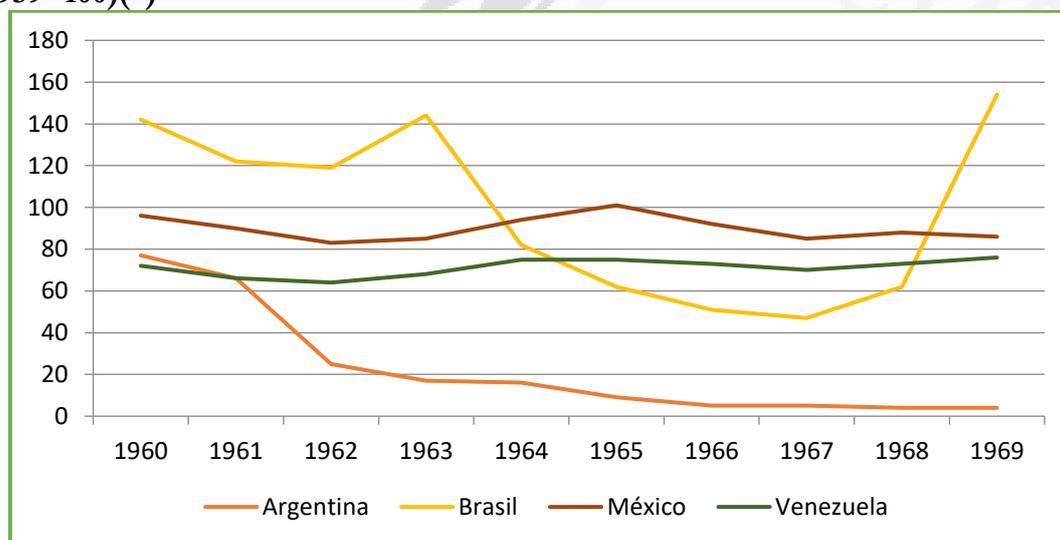
Fuente: Chu (1972).

Para la década de 1950 el aporte del mercado de valores al sector industrial también fue muy elevado. Un trabajo sobre fuentes y usos de fondos correspondientes a empresas industriales que cubre los años 1952-1959, señala que las emisiones en el mercado primario cubrieron alrededor de un 10% de las necesidades de financiación (Monti, 1971). Durante los años 1960 y 1961 esta proporción aumentó drásticamente: la emisión primaria de acciones llegó a cubrir un 10% de la inversión bruta en la Argentina (Comisión Nacional de Valores, 1971).

A pesar de los elevados niveles de intermediación registrados durante el desarrollo, a partir de 1962 el mercado de valores privados colapsó brutalmente. Durante el resto de la década, su capacidad de vehicular el ahorro fue prácticamente nula y experimentó un constante retroceso en todos sus indicadores. En la práctica, los años sesenta significaron la desaparición del horizonte del mercado de valores como fuente de financiación para la actividad económica, cerrando un ciclo de 25 años en los que jugó un rol muy activo en la financiación del desarrollo industrial.

El panorama presentado es en cierta medida único dentro del contexto latinoamericano; hasta la década de 1960, el mercado de valores argentino fue claramente el más desarrollado entre sus pares (Gráfico 5). Los volúmenes negociados en las bolsas de Lima, Caracas, Bogotá y hasta los años 1960 en San Pablo y Río de Janeiro fueron ínfimos. Se presume que sus respectivos mercados primarios acompañaron, como lo hacen habitualmente, estas trayectorias. El mercado de valores de México DF es en cierto sentido una particularidad, ya que si bien logró canalizar porciones importantes del ahorro nacional hacia la inversión, el mecanismo dominante no fue la emisión de acciones de sociedades anónimas, sino la emisión de debentures de parte de NAFINSA, empresa pública que a su vez se encargaba de distribuir el crédito entre el sector privado (Moreno-Lázaro, 2015). En Brasil en cambio, solo durante la década de 1960 los mercados de valores lograron constituirse en una fuente de financiación al sector privado, creciendo durante toda la década la emisión de acciones de sociedades anónimas en bolsa. Previamente, su contribución a la financiación de la inversión había sido muy exigua.

Gráfico 5: Precios de acciones en Mercados de Valores Latinoamericanos (1959=100)(*)



Nota (*): en valores reales.

Fuente: CEMLA (1971).

La superioridad en el desarrollo financiero de la Argentina fue notoria hasta entrados los años sesenta. Durante esta década, los mercados de Brasil y México se acercan y superan en nivel de madurez al argentino, mientras que Caracas, Bogotá y Lima también recortan la distancia que los separa. En el Gráfico 5 y el Cuadro 3 se hace notorio el retroceso del mercado local respecto a sus pares latinoamericanos: tanto los volúmenes operados, como las cotizaciones de las acciones de sociedades anónimas se derrumban durante la década de 1960.

Cuadro 3: Volumen transado en las principales bolsas latinoamericanas, en montos y porcentaje negociado en acciones

País	1961		1964	
	Monto (*)	Porcentaje en acciones	Monto (*)	Porcentaje en acciones
Argentina	405,3	93,8%	248	91,3%
Brasil	131,5	29,6%	267	22,5%
Colombia	48,2	60,9%	63,3	72,4%
México	631,5	1,7%	2.110,5	4,9%
Perú	1,8	61%	2,7	56,6%
Venezuela	27,8	27,8%	54,8	21,8%

Nota (*): en millones de dólares al tipo de cambio libre (FMI).

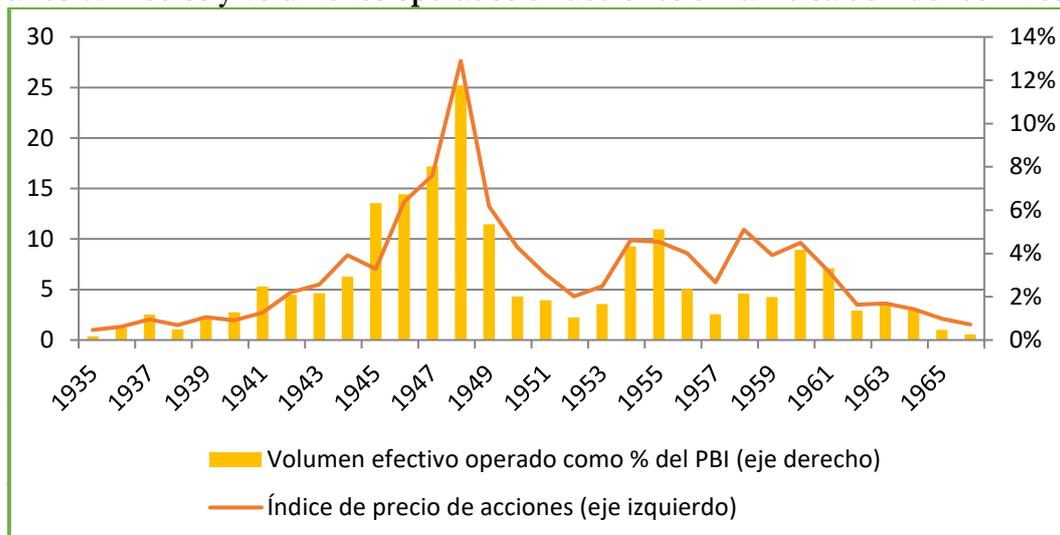
Fuente: CEMLA (1971).

Los años treinta: el despegue de un mercado

Aunque para mediados de la década de 1930 la bolsa local seguía siendo una institución secundaria en el financiamiento a la actividad privada, esta situación se modificó rápidamente durante la década siguiente. Tal crecimiento puede observarse en la evolución del índice de precios de acciones y en el volumen operado, ambos presentados en el Gráfico 6.⁸ Las causas de esta rápida evolución deben buscarse en el contexto económico-financiero que comenzó a gestarse hacia fines de los años treinta.

Rougier (2001) señala que a inicios de los cuarenta el sistema financiero local no estaba en condiciones de satisfacer las necesidades creadas por el crecimiento del sector industrial. El mismo estaba principalmente adaptado a los requerimientos y prácticas de los sectores primario y terciario. Es decir, financiaba actividades con menores proporciones de capital fijo y velocidades de rotación mucho más elevadas a la industrial. Los plazos de amortización de las inversiones en estas actividades eran también menores a los requerimientos del sector industrial. Hasta la década de 1930 no existió en la Argentina un mercado financiero capaz de proveer capitales a largo plazo, justamente el tipo que más requiere el desarrollo industrial. El crédito hipotecario como herramienta de financiación industrial era prácticamente inexistente y el bancario muy limitado al corto plazo.

⁸ El índice elaborado cubre el período del 31 de diciembre de 1935 al 31 de diciembre 1966. Para ello se han elaborado tres canastas de acciones ordinarias (cada una de las cuales cubre aproximadamente 10 años) en base al volumen efectivo transado por cada papel, que capturan entre el 50% y el 80% del volumen total negociado en acciones. A cada papel se le atribuyó la misma ponderación al inicio de cada año calendario, es decir, la variación del índice de un año determinado fue calculada como el promedio simple de la variación de cada una de las acciones que componen la muestra. No se incluyen papeles bancarios.

Gráfico 6: Precios y volúmenes operados en acciones en la Bolsa de Buenos Aires (*)

Nota (*): precios ajustados por dividendos en acciones.

Fuentes: Índice de precios, elaboración propia en base a Memorias Anuales de la Bolsa de Comercio, Anuarios Estadísticos y Boletines Semanales (diversos números); volúmenes, Alemann (1956) y CEMLA (1968a).

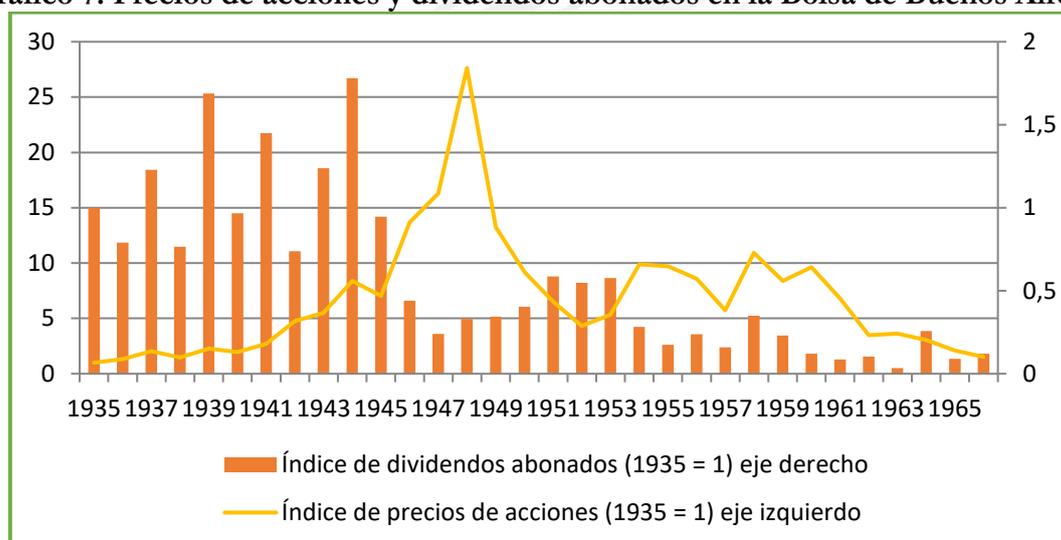
Durante la década de 1930, la creación del Banco Central de la República Argentina y las regulaciones bancarias establecidas supusieron nuevas restricciones a la expansión del crédito, lo que acentuó la dificultad del sector industrial de conseguir fondos. Según Chu (1972), el financiamiento al sector industrial cayó fuertemente, justo en momentos en que iniciaba una expansión vigorosa. El sistema bancario en su conjunto fue incapaz de dar respuesta a las necesidades del sector industrial, y en cambio fue una activa fuente de financiación para el sector público. Esta dinámica llevó a que el mercado de títulos públicos creciera y ganase en dinamismo. El grueso de las transacciones en el ámbito bursátil a fines de los treinta y mediados de los cuarenta correspondía a títulos públicos, mientras que el volumen de acciones negociadas, a pesar de estar en alza, era todavía bastante limitado.

Ante esta limitación del crédito bancario, el sector industrial buscó alternativas para su financiación de largo plazo; las que encontró parcialmente satisfechas en el mercado de valores de la BCBA (al menos para los capitales industriales más grandes). A pesar de que el sector oficial se había convertido en un activo demandante del crédito, y captaba gran parte del ahorro canalizado a través del mercado de valores, la prosperidad de la economía y los crecientes niveles de liquidez en plaza permitieron que el sector privado también lograra financiamiento en proporciones crecientes. Este renovado interés en los valores privados estuvo acompañado por una serie de cambios institucionales y político-económicos. En 1937 se creó la Comisión de Valores, que aportó gran solidez institucional al sistema bursátil. Su tarea consistía en asesorar sobre la pertinencia de nuevas colocaciones en el mercado. Aprovechando el creciente interés en títulos públicos a partir de la creación de la Comisión y la mejora del sector externo, durante la primera mitad de los años cuarenta se procedió a rescatar el grueso de los valores públicos en circulación por otros de menor cupón. En 1941 se rescataron títulos nacionales que rendían un cupón del 4,5 y 5% por otros que pagaban un 4%, operatoria que fue replicada por el grueso de los estados locales: en 1942 la municipalidad de Buenos Aires rescató sus títulos en circulación por otros de menor interés y en 1943 lo hizo la provincia de Buenos Aires.

Paralelamente a la reducción de las tasas de interés, las empresas incrementaron la retribución a sus accionistas. En promedio, superaron en más de un 10% a los dividendos abonados durante la década de 1920, período de importante expansión económica. En conjunto, las décadas del treinta y del cuarenta (hasta 1946) fueron muy buenas para las empresas: la distribución de ganancias se mantuvo en niveles bastante elevados y crecientes (ver Gráfico 7). El *yield* abonado por las acciones entre 1939 y 1944 fue altísimo: 7,21% anual. En 1945 y 1946 el dividendo siguió siendo alto, pero en cambio el *yield* comenzó a descender por el brutal aumento en las cotizaciones de los papeles. Con retornos en los valores públicos en baja y privados en alza, el ahorro no tardó en orientarse hacia estos últimos.

La capacidad de las empresas de abonar dividendos crecientes estuvo directamente vinculada con el incremento en sus niveles de rentabilidad. La tasa de ganancia del sector industrial (y de toda la economía en menor medida, con excepción del sector rural) se elevó fuertemente durante la guerra.⁹ El estudio de los valores absolutos de las utilidades de las empresas que componen nuestro índice de precios revela la misma tendencia. El incremento en la distribución de dividendos acompañó el proceso de aumento de las utilidades empresariales (y posteriormente su caída también acompañó el deterioro de la rentabilidad).

Gráfico 7: Precios de acciones y dividendos abonados en la Bolsa de Buenos Aires



Fuente: elaboración propia en base al Boletín semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

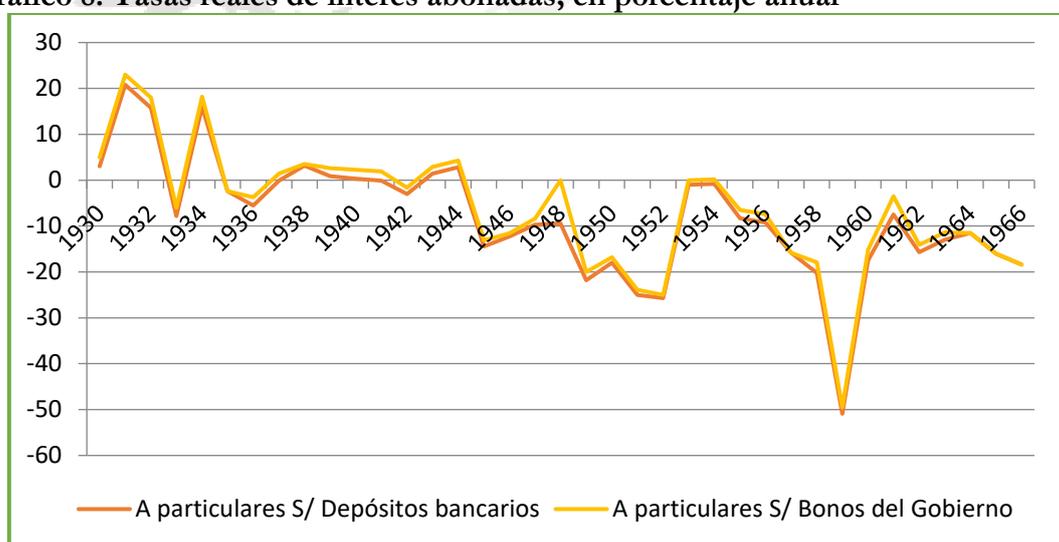
El boom peronista

Según puede observarse en el Gráfico 7, entre 1945 y 1948 los precios de las acciones incluidas en la muestra elaborada prácticamente se cuadruplicaron. Paralelamente, los volúmenes negociados alcanzaron niveles extraordinarios. Es probable que la capitalización bursátil hacia fines de 1948 hubiese alcanzado el 20% del PBI, mientras que el volumen efectivo negociado en acciones alcanzó el 12% del PBI, ratio muy superior al registrado por las operaciones en la Bolsa de Nueva York. En gran medida esta extraordinaria expansión bursátil tuvo su origen en la reforma financiera de 1946. El peronismo desarticuló por completo el mercado de títulos públicos: los títulos con cupón del 4 y 3,5% fueron canjeados por otros que rendían

⁹ Arnaudo (1975) y Newland (2015).

un 3%. Asimismo, la Cédula Hipotecaria Argentina fue rescatada y canjeada por bonos hipotecarios que pagaban un 2,5%. En conjunto, estas medidas buscaban el fin explícito de disminuir la tasa de interés para favorecer el financiamiento industrial y el abaratamiento del crédito hipotecario. El sector público dejó librada la escena de los mercados de capitales al sector privado, donde ya no competía con ellos. La virtual desaparición de los valores públicos y la Cédula Hipotecaria Argentina generó un redireccionamiento del ahorro hacia los valores privados, lo que repercutió favorablemente en los volúmenes operados, la emisión primaria y las cotizaciones.¹⁰ A partir de 1946 el Estado intervino fuertemente sobre las regulaciones financieras: las tasas bancarias, en especial las pasivas se ubicaron en adelante en territorio real negativo, mientras que el retorno de los títulos públicos siguió una dinámica similar, tal como se evidencia en el Gráfico 8. Falto de mejores oportunidades, el ahorro se refugió en los valores privados.

Gráfico 8: Tasas reales de interés abonadas, en porcentaje anual



Fuente: elaboración propia en base a datos de Reutz (1991).

La nacionalización del Banco Central y de los depósitos colocó el manejo del crédito bancario directamente en manos del Estado. El crédito al sector industrial creció radicalmente: el stock de préstamos otorgados pasó de representar un 12% del producto sectorial en 1945 a un 27% en 1948 (Itzcovich, 1969a). La expansión del sector industrial durante esos años fue muy fuerte, lo que motivó grandes expectativas sobre el desempeño futuro. En el ámbito bursátil esta euforia tuvo su correlato. Los valores industriales cada vez generaron mayor interés, que a partir de 1947 fue alentado desde el sector público a través de la creación del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM). Esta institución de carácter mixto, que nucleaba a capitales de bancos privados y públicos y se encontraba bajo la órbita del BCRA, tenía por objetivo fomentar el desarrollo del mercado de capitales. Su principal meta en este sentido era garantizar la estabilidad de las cotizaciones protegiendo a los inversores de bruscas oscilaciones. A pesar de sus objetivos declarados, solo en coyunturas muy específicas y de corto plazo el accionar del IMIM tuvo implicancia real en el devenir del mercado (por ejemplo en los meses más críticos del *crack* de 1949 y durante septiembre de 1955). De todos modos, el apoyo institucional que brindó sirvió para reforzar las tendencias al alza y suavizar

¹⁰ Rougier (2010) y Corso (2015).

en menor medida las bajas. Durante 1947 y 1948 el IMIM actuó suscribiendo emisiones y acumulando una cartera de papeles, es decir, estimulando la demanda. También tuvo un rol muy importante actuando como agente colocador. Asimismo, brindó créditos a comitentes que realizaban operaciones a término.¹¹ Durante 1947 y 1948 este tipo de operaciones creció notablemente, llegando a representar en enero de 1949 un 60% del total, lo que incidió en la brutal alza de las cotizaciones.

Crisis y recuperación durante los cincuenta

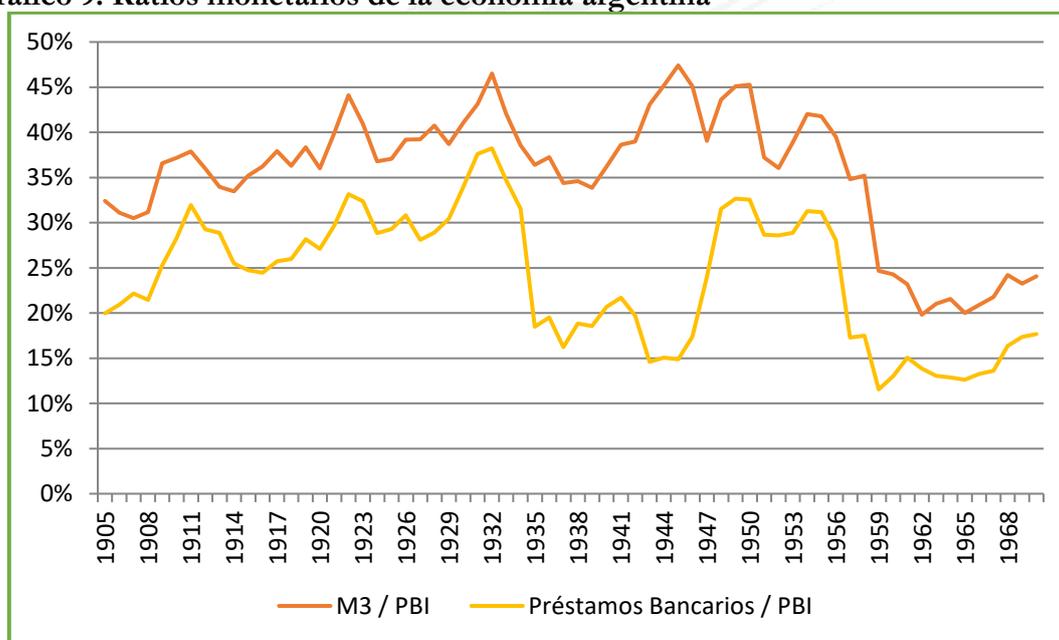
A partir de enero de 1949, punto culminante de la burbuja bursátil, las cotizaciones iniciaron un trayecto a la baja sin freno hasta 1952. Entre estos años, la situación económica fue desfavorable, lo que impactó de lleno en las cotizaciones. El gobierno aplicó medidas restrictivas que afectaron al crédito y la demanda y los agregados monetarios se deterioraron mientras la inflación se aceleró fuertemente. En este contexto, las ganancias de las empresas se redujeron notablemente, al igual que el reparto de dividendos. A partir de 1953 este proceso comenzó a revertirse. La recuperación de la tasa de ganancia y de la distribución de dividendos permitió el repunte de la actividad bursátil y la mejora de los niveles de liquidez en plaza. Los niveles de inflación se redujeron, pasando de un promedio anual del 33% entre 1949 y 1952 a menos del 7% anual entre 1953 y 1955. Paralelamente, en 1953 se creó el sistema de Cuentas Especiales de Participación Mobiliaria bajo administración del IMIM, que permitió a pequeños ahorristas intervenir en el mercado de valores privados. A pesar de contar con escasos fondos, el mismo contribuyó a mejorar los volúmenes negociados. Adicionalmente, hacia fines de 1954, el IMIM retomó su actividad bursátil, que había sido discontinuada en 1952, y tuvo gran relevancia en los momentos posteriores al golpe de Estado de 1955, prácticamente duplicando su cartera de acciones durante el mes de septiembre. Entre 1954 y 1955 la bolsa alcanzó niveles de actividad elevados, y numerosas empresas lograron buenas colocaciones de capital, siendo las más notorias Kaiser y Acindar (Rougier, 2010). Pero esta expansión se vio rápidamente frustrada. Entre los años 1956 y 1957 el entorno económico se debilitó nuevamente, aumentó la tasa de inflación, que alcanzó casi el 25% en 1957, disminuyeron los niveles de liquidez y cayó el reparto de dividendos. A esta situación hay que sumarle la suspensión de cotización de algunos de los principales papeles, como Pesca, El Globo y Kaiser. El año 1957 terminó con un panorama complicado: inflación en alza, caída en todos los niveles de intermediación financiera, disminución de las cotizaciones bursátiles, caída en los volúmenes operados, contracción del crédito y agregados monetarios en franco deterioro. Para completar el panorama, la desnacionalización de los depósitos y una política deliberadamente restrictiva del crédito comenzó a hacer mella en la situación económica-financiera de las empresas.

¹¹ Aunque es difícil atribuir el origen de la burbuja de 1948 al accionar del IMIM (el análisis de su balance revela lo limitado de su accionar: para fines de 1948 su cartera de acciones no alcanzaba los 200 millones de pesos sobre un mercado que había negociado arriba de los 5.000 millones solo durante ese año), sin duda contribuyó a acrecentarla.

El boom desarrollista

El contexto en el que asumió Arturo Frondizi en 1958 fue muy delicado en términos económicos y a nivel de la intermediación financiera la crisis fue mucho más evidente. Los agregados monetarios se deterioraron constantemente a lo largo del período a medida que la moneda local se devaluaba y la inflación aumentaba. El sistema bancario redujo bruscamente su financiación al conjunto de la economía, y mucho más al sector privado. Esta dinámica se hace notoria en las variables expuestas en el Gráfico 9. La reforma financiera de 1957, que significó el retorno al sistema de Banca Central vigente antes de 1946, tuvo por fin limitar el volumen y discrecionalidad del crédito. En la práctica, de 1957 en adelante, y durante toda la década de 1960, se llevó adelante una política crediticia muy restrictiva. En 1956, el stock de créditos bancarios sobre producto era superior al 28%, mientras que en 1959 llegó a un mínimo cercano al 11% (Ferrerres, 2005). El saldo de préstamos bancarios sobre producto industrial pasó entre 1956 y 1963 del 28% al 18% (Itzcovich, 1969a). Incluso más, el sistema bancario en su conjunto comenzó a financiar en mayor medida al sector público, lo que limitó su capacidad de financiar al sector privado.

Gráfico 9: Ratios monetarios de la economía argentina



Fuente: elaboración propia en base a datos de Ferreres (2005).

A diferencia del sector bancario, el mercado de valores privados fue mucho más receptivo al proyecto desarrollista. A pesar de los indicios de debilitamiento a partir de la devaluación de 1958, el avance del proyecto desarrollista logró revertir momentáneamente la crisis del mercado de valores privados. El *shock* de inversiones y la euforia momentánea que despertó el desarrollismo en su cénit, entre 1959 y 1961, tuvo un correlato muy notorio en el mercado de valores privados. Entre 1958 y 1961 las cotizaciones de papeles privados en la BCBA superaron a los mejores años de la década del cincuenta, situándose por arriba de los elevados valores de 1954. Los niveles de negociación en el mercado secundario también se recuperaron, superando el 4% del PBI en 1960, ratio inferior, pero no muy alejado de los

ratios de la Bolsa de Nueva York. Más sorprendentes fueron incluso los niveles de capitalización alcanzados: para 1961 las empresas cotizadas en la BCBA alcanzaron un valor bursátil equivalente al 20% del PBI, lo cual no deja de ser muy elevado incluso para niveles actuales. Pero el dato clave a considerar son los niveles de emisión primaria, que para 1961 representaron el 1,43% del PBI. Según observadores contemporáneos, “esta cifra revela el importante papel que desempeña un mercado de valores, particularmente cuando en un país se adopta una política crediticia conducente al logro de la estabilización del signo monetario”. En conjunto, todos los indicadores bursátiles evidencian niveles de intermediación muy importantes. Los analistas estuvieron tan sorprendidos por la rápida recuperación del mercado de valores, que llegaron a asumir que lo peor de la crisis había quedado atrás y se acercaban años mejores: “merece destacarse el signo de recuperación que a partir de 1959 se advierte en la evolución cíclica del mercado, cuyo punto máximo se halla en 1960”.¹²

Durante los primeros años del desarrollismo, con la mejora en las expectativas de los agentes económicos, el ahorro que antes se dirigía hacia otros sectores, fue redirigido a la inversión. Esto es lo que permitió la recuperación del mercado de valores en tan poco tiempo. Ésta parece haber respondido más a expectativas que a una modificación real de los fundamentos económicos de las empresas. No obstante, esta revitalización del mercado de valores fue efímera. Hacia fines de 1961, el deterioro económico ya condicionaba fuertemente a las empresas, lo que sumado al reavivamiento de las tensiones inflacionarias, no tardó en desencadenar una nueva crisis bursátil a partir de 1962.

La bolsa de valores en los sesenta

Luego de 1962 el deterioro en el mercado de valores privados continuó profundizándose casi ininterrumpidamente hasta 1975, donde alcanzó un piso. La trayectoria descendente posterior a 1961 confirma la “artificialidad” de los niveles de intermediación alcanzados durante los años centrales del desarrollismo. Un primer elemento a considerar para explicar la retracción del mercado de valores es el alza de la inflación, que afecta la rentabilidad de la inversión financiera y genera incertidumbre entre los inversores. A este elemento, debe sumarse la caída del dividendo en efectivo que desanimó a los inversores a sumarse al juego bursátil. Otra posibilidad a considerar es que las empresas hubiesen modificado de forma deliberada sus patrones de financiamiento, abandonando el interés en el mercado de valores, y consecuentemente la remuneración a sus accionistas, para fondearse mayormente en el sistema bancario. Ciertamente, las tasas de interés negativas vigentes en el sistema bancario llamaron la atención de los empresarios y la demanda de crédito bancario creció fuertemente. No obstante, el análisis de fuentes de fondos de empresas industriales revela que a partir de la vuelta al régimen de banca central autárquica en 1957, la devaluación de 1958, y especialmente luego de la crisis de 1962, las empresas tuvieron cada vez menos acceso al crédito bancario, como se aprecia en los Cuadros 4 y 5.

¹² BCBA (1963), pp. 198 y 218.

Cuadro 4: Rubros del balance en días de ventas sobre una muestra de empresas industriales

Año	Disponibilidades	Deudas
1956	14,9	110
1957	11,9	115
1958	11,9	117
1959	11,6	108
1960	12,3	122
1961	12,1	142
1962	12	180
1963	11,2	202
1964	10,7	170
1965	10,5	146
1966	10,4	145
1967	9,8	145

Fuente: Monti (1971).

Durante los sesenta el crédito bancario, a pesar de las demandas de los empresarios, fue más bien restringido. La consecuencia directa fue una caída en los niveles de liquidez con los que operaban las empresas. Expresadas en días de ventas, las disponibilidades de efectivo de las empresas industriales pasaron de 14,9 en 1956 a 9,8 en 1967. Paralelamente, se incrementaron fuertemente las deudas, que entre las mismas fechas pasaron de representar 110 días de ventas a 145. Y entre los pasivos del sector industrial, el crédito bancario fue el rubro que más se retrajo. Los pasivos bancarios, que en 1955 representaban el 29,8 del pasivo financiero, en 1965 solo representaban el 17,3%. Parte de esta brecha se cubrió reduciendo los niveles de liquidez con que operaban las empresas e incrementando los recursos propios. Entre los aportes de terceros, destacaron el incremento de las deudas comerciales que pasaron del 33,9% del pasivo financiero al 40,4% del mismo y el incremento de las deudas con el gobierno, que crecieron del 9,6% al 18,7%. Bajo ningún concepto se está ante un proceso de sustitución en los canales de financiación, sino ante una lisa y llana destrucción de la intermediación financiera.

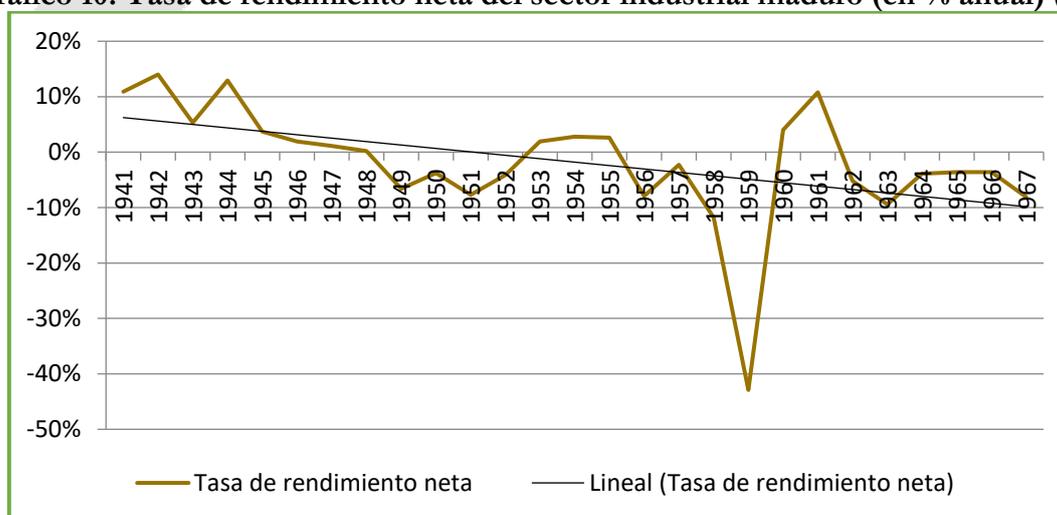
Cuadro 5: Participación porcentual por sectores en los pasivos financieros del sector empresas

Año	Gobierno	Empresas	Bancario
1955	9,6%	33,9%	29,8%
1956	13,7%	31,4%	29,3%
1957	12,3%	35,3%	25,9%
1958	12,4%	39,8%	25,5%
1959	17,5%	41,4%	18,6%
1960	15,3%	27,5%	18,3%
1961	14%	37,3%	18,2%
1962	15,2%	41%	15,8%
1963	15,8%	40,9%	16%
1964	17,5%	40,9%	17%
1965	18,7%	40,4%	17,3%

Fuente: Itzcovich (1969a).

Un elemento a tener en cuenta para explicar el retroceso financiero de la década de 1960 es la evolución de la rentabilidad del sector privado. Ya que el interés sale de la ganancia obtenida por la empresa, una caída en los niveles de rentabilidad bien puede explicar, al menos en parte, la incapacidad generalizada del sistema financiero de remunerar satisfactoriamente a los dueños del capital. Esta dinámica se evidencia en la virtual desaparición de la distribución de ganancias y en el reclamo generalizado del sector industrial de bajas tasas de interés y flexibilización en las condiciones crediticias. Asimismo, las utilidades contables de las empresas que componen la muestra estudiada reflejan una caída en términos reales de la masa de ganancias obtenidas. Aldo Arnaudo (1975) y Jorge Schvarzer (1980) también han señalado esta situación en dos trabajos sobre rentabilidad del sector industrial. Esta tendencia declinante puede apreciarse en los Gráficos 9, 10 y 11.

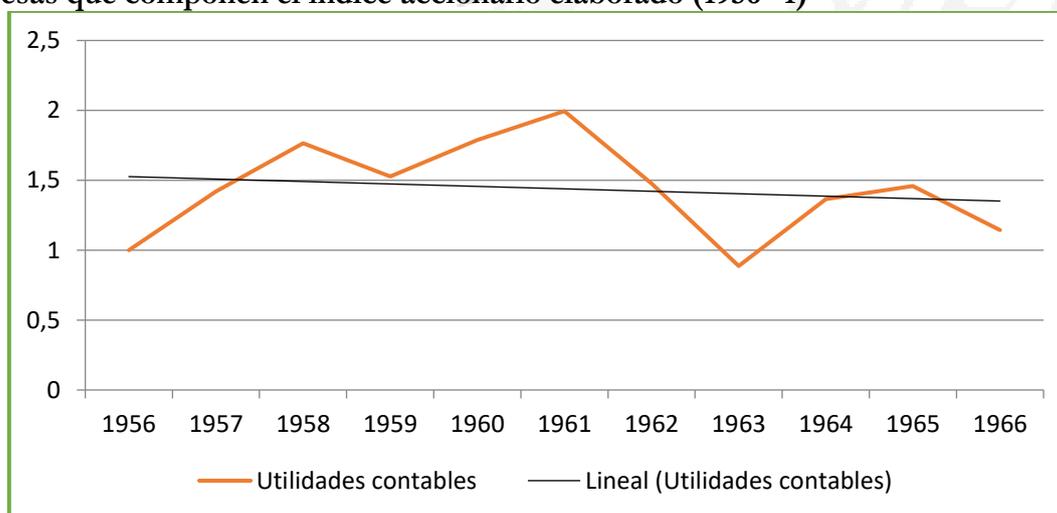
Gráfico 10: Tasa de rendimiento neta del sector industrial maduro (en % anual) (*)



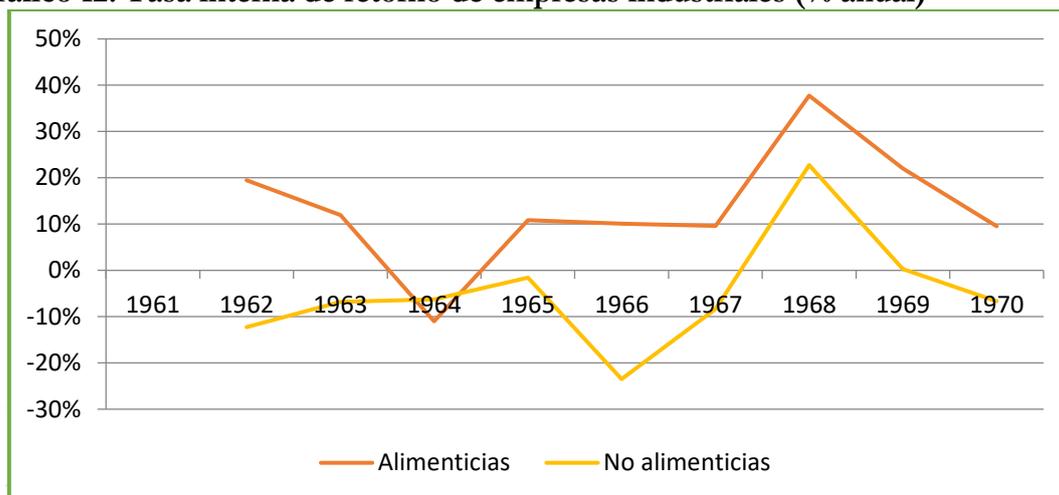
Nota (*): la tasa de rendimiento neta representa la razón entre el beneficio operativo-pagos a directores y los bienes de capital. No incluye el resultado financiero. Para mayores precisiones remitimos a la obra original del autor.

Fuente: elaboración propia sobre datos de Arnaudo (1975).

Gráfico 11: Índice de utilidades contables a valores constantes del conjunto de empresas que componen el índice accionario elaborado (1956=1)



Fuente: elaboración propia en base a Boletín informativo semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Gráfico 12: Tasa interna de retorno de empresas industriales (% anual)

Fuente: elaboración propia en base a datos de Schvarzer (1980).

Por otro lado, un trabajo de la Comisión Nacional de Valores de 1971 señala que un conjunto de empresas cotizantes en la BCBA no solo interrumpió la distribución de ganancias, sino que disminuyó su patrimonio neto, es decir que obtuvo pérdidas a lo largo de la década de 1960. Aunque estos elementos no son concluyentes, manifiestan coherencia con la trayectoria observada en los mercados financieros y permiten pensar que, cuanto menos, la rentabilidad del sector privado se vio negativamente afectada durante esta década.

Sustitución de activos e inflación

Según Itzcovich (1969a) los niveles de intermediación financiera se redujeron muy fuertemente durante los sesenta. El análisis de la cartera del sector privado no financiero revela que sus activos financieros pasaron de representar un 127% del PBI en 1955 a un 91% en 1965. Aunque no tenemos estadísticas concretas, es lógico pensar que el abandono de activos financieros en moneda local registrado a partir de la devaluación de 1958 se produjo en paralelo a un incremento del activo externo, especialmente teniendo en cuenta los elevados niveles de deterioro de la moneda local. Esta disminución en la cartera de activos financieros fue acompañada por una transformación de su composición. Mientras que en 1955 las disponibilidades y depósitos de poca movilidad representaban el 70% de la cartera, en 1965 solo constituían un 50%. Paralelamente, las colocaciones en el sistema financiero extrabancario crecieron fuertemente, pasando de representar un 14% a más de un 27% de la cartera. La participación de la inversión accionaria también ganó espacio dentro de las tenencias financieras del sector privado no financiero, pasando de casi un 16% a un 23% de las mismas. No obstante, la participación de las acciones ya estaba en fuerte retroceso desde 1961, luego de alcanzar una participación cercana al 36% durante ese mismo año. La inflación y los fuertes retornos reales negativos que brindaban la mayoría de los activos financieros provocaron una huida en tropel durante la década de los sesenta. La inversión en acciones implicó para el inversor entre diciembre de 1960 y diciembre de 1966 una pérdida real de casi un 24% anual. Las tasas de las colocaciones a plazo en el sistema bancario no ofrecieron mejor alternativa, y ya a partir de la devaluación de 1958 los inversores abandonaron masivamente las mismas.

En contraste a la languidez del sistema bancario, las tasas de retorno que ofrecían las instituciones financieras extrabancarias podían llegar al 3% mensual, lo que en términos

reales implicaba un retorno positivo para el inversor (Noya, 1970). Por este motivo, las colocaciones en el sistema financiero extrabancario crecieron fuertemente. Al escapar a las regulaciones del BCRA, estas instituciones podían determinar sus tasas de acuerdo a las condiciones imperantes en el mercado, motivo por el cual brindaban mejores retornos al inversor. El mercado extrabancario tomó un rol clave en la financiación del consumo de bienes durables, principalmente automóviles, y en la financiación de empresas con problemas de liquidez, sobre todo pequeñas y medianas, incapaces de fondearse en el sistema bancario. Pero este crecimiento financiero al margen del sistema bancario tradicional fue interrumpido por las regulaciones que el Banco Central implementó en 1964. Al percatarse de que este mercado estaba favoreciendo el alza de las tasas de interés y desplazando al ahorro del sistema bancario, el BCRA procedió a regular también sus tasas. Según la memoria del BCRA de 1964 “los altos intereses que antes de esa disposición reconocían las entidades financieras para atraer recursos del público orientaron hacia ellas importantes corrientes de inversión, que provocaron, en pocos años, un crecimiento relativamente acelerado en comparación con otros intermediarios”.¹³ Como respuesta a las nuevas regulaciones, el mercado extrabancario dejó de expandirse, lo que se evidencia en la caída de su participación en la cartera del sector privado entre 1964 y 1965. Pero frente a las nuevas regulaciones, no tardó en surgir un nuevo mercado de dinero: el de letras y aceptaciones. Habida cuenta de que los intermediarios financieros no podían superar el escollo de las tasas máximas reguladas, idearon un artilugio para sortear las mismas. De 1965 en adelante, las instituciones extrabancarias actuaron conectando directamente ahorristas con acreedores, los cuales pactaban libremente las condiciones de sus créditos. El rol de las instituciones extrabancarias se limitó a conectar las partes y asesorar en la operación, dejando que los intervinientes acuerden las tasas. Para 1966, el mercado de letras estaba pagando un interés nominal del 29% anual que, aunque era menor a la inflación, superaba al 8% que rendían las cajas de ahorro y al 17% que pagaban las financieras extrabancarias (Van Tienhoven, 1966).

En oposición a lo que ocurría con los activos financieros, los activos reales crecieron fuertemente porque al menos protegían al capital de la desvalorización de la moneda y hasta ofrecían una modesta renta. Los inmuebles, tanto rurales como urbanos, experimentaron un alza en sus valores y se convirtieron en reserva de valor. Esto es especialmente llamativo para el caso de los inmuebles urbanos, ya que como señala Eduardo Corso (2015), antes de los años sesenta no constituían una opción alternativa de ahorro importante, siendo que los inmuebles urbanos se adquirían principalmente como vivienda. Una vez eliminados los controles a los precios de los alquileres de viviendas urbanas, la actividad de la construcción creció fuertemente. La inversión en inmuebles urbanos se convirtió en una alternativa preferible a la tenencia de activos financieros. El sector inmobiliario se convirtió en una especie de *shadow banking* que captó gran parte del ahorro local.

Los valores de los campos también aumentaron fuertemente durante el período: “entre 1960 y 1973, se produce una valorización de las tierras que no puede ser explicada solamente por las mejoras en la productividad que lograron los productores agropecuarios, ni por la mejoría en términos de renta bruta”.¹⁴ La caída en la tasa de descuento exigida a la inversión inmobiliaria (y la consecuente alza de los valores inmobiliarios) fue paralela a la

¹³ BCRA (1964), p. 60.

¹⁴ Villena y Marchetti (2003), p. 19.

caída de la tasa de retorno en el conjunto de los activos financieros y quizás de toda la economía.

Conclusiones

La investigación sugiere que el desarrollo del mercado de valores privados alcanzó durante el período abordado niveles mucho más elevados a los que se afirmaba anteriormente, y que los mismos no solo fueron altos a niveles históricos comparados con el período agroexportador, sino también a nivel internacional. Solo durante los años sesenta la crisis impactó fuertemente en los mercados financieros. Se alcanzaron, tanto en el mercado primario como secundario, valores de negociación muy elevados, que se reflejaron en cotizaciones altas entre 1945 y 1960. La comparativa internacional coloca al desarrollo del mercado de valores privados argentino a la cabeza de los países latinoamericanos, al menos hasta la década de 1960. Este último período fue testigo del brutal retroceso local y el avance de México y Brasil.

La fase inicial de desarrollo bursátil entre 1935 y 1946 estuvo motivada en gran medida por el avance de las utilidades del sector industrial y una creciente distribución de dividendos. Ante estos estímulos, las cotizaciones no tardaron en responder. A partir de 1946 y hasta 1948 los valores privados fueron escenario de un ciclo de euforia, que llevó a las cotizaciones a duplicarse. Es evidente que la desarticulación de los mercados de títulos públicos y la regulación del sistema financiero (en especial el control de las tasas bancarias) tuvieron un rol central en este proceso. Asimismo, el sector oficial estimuló prácticas especulativas, alentando la operatoria a plazos e inyectando a través del IMIM liquidez a la plaza. En cambio, una vez desatada la crisis a partir de 1949, esta dinámica no pudo ser sostenida y las cotizaciones descendieron, primero rápidamente y luego se lateralizaron hasta volver a elevarse a mediados y sobre todo a fines de los años cincuenta. El proyecto desarrollista fue recibido por el mercado de valores con gran entusiasmo, aumentaron fenomenalmente los volúmenes transados y la suscripción primaria de acciones alcanzó niveles muy elevados. Pero esta vitalidad evidenciada por el mercado de valores privados durante el desarrollismo hizo eclosión tan pronto los signos de fatiga económica se hicieron presentes. Se trató de un alza especulativa, poco sustentada en los *fundamentals* de largo plazo de las empresas y la economía local. La década de 1960 experimentó un brutal retroceso en el desarrollo financiero local. No solo disminuyó la actividad bursátil, sino que la actividad bancaria sufrió fuertemente, disminuyó el crédito al sector privado y cayeron los agregados monetarios. Una intensa y veloz sustitución de activos de reserva de valor tuvo lugar a partir de 1961. Al tiempo que creció el mercado financiero extrabancario, gran parte del ahorro se vehiculizó hacia la compra de inmuebles rurales y urbanos. Este proceso de desintermediación no deja de ser desconcertante. ¿Qué factores explican esta debacle en los niveles de intermediación?

La crisis de los años 1960 puede pensarse como una consecuencia a la caída en la rentabilidad del capital y su capacidad de remunerar a sus propietarios y acreedores. Aunque se trata de una respuesta exploratoria, bien podría explicar los fenómenos analizados. Si justamente, fue el alza de la rentabilidad y la distribución de dividendos -entre otros elementos- lo que tornó tan interesante la inversión en valores privados durante los años 1940, pensar que su crisis se vincula con el proceso inverso es, al menos, algo razonable. Al analizar la distribución de dividendos abonados por las empresas cotizantes, es notoria su virtual desaparición a partir de 1962. En este escenario, resulta verosímil que una caída en la rentabilidad

del sector privado tuviese su contracara en dificultades crecientes del sector financiero. A pesar de la evidencia al respecto, resulta difícil congraciarse esta hipótesis con el sendero de crecimiento económico y mejora de múltiples indicadores a partir de 1964. Al recomponer el conjunto de evidencia disponible, salta a la vista que se trata de un problema que merece ser estudiado en profundidad y excede los límites de esta investigación. Una explicación alternativa que recibe más consenso atribuye la crisis financiera a la cronificación y alza de la inflación. Si bien es un punto innegable en el sentido de que se trata de fenómenos plenamente contemporáneos, no resulta evidente la relación causal entre las variables.¹⁵

Tampoco es tan clara la relación entre desarrollo financiero y crecimiento. Entre los años 1948-1961 el mercado de valores jugó un rol muy importante en el apoyo a la actividad manufacturera. No obstante, este período que parecería reforzar la hipótesis de correlación entre desarrollo financiero, acumulación y crecimiento, da lugar a otro mucho más convulsionado durante los años sesenta, década en la cual la acumulación de capital se acelera, al igual que el crecimiento, pero los mercados financieros colapsan. En este sentido, los patrones de desarrollo financiero a nivel local parecen haber estado condicionados en el corto y mediano plazo por el conjunto de regulaciones y políticas económicas establecidas y solo en el largo plazo por condicionantes estructurales como el reparto de dividendos y niveles de rentabilidad.¹⁶ Llegado el caso, resulta más verosímil para el caso abordado pensar en una relación de largo plazo entre desarrollo financiero y rentabilidad empresarial, más que entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Los motivos de estas trayectorias divergentes entre crecimiento y *performance* financiera resultan un punto pendiente de la investigación y dejan una interrogante abierta: ¿pudo ser la crisis del sistema financiero durante los sesenta un antecedente del retroceso de la economía local a partir de 1975?

Siglas utilizadas

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
BCRA: Banco Central de la República Argentina.
ISI: Industrialización por Sustitución de Importaciones.
IMIM: Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias.
NYSE: New York Stock Exchange.
PBI: Producto Bruto Interno.

Fuentes

BCBA, *Anuario Estadístico*: 1955, 1956 y 1957.
BCBA, *Boletín Semanal*: diversos números.
BCBA, *Memoria Anual*: varios años.
FED, *Flow of Funds of the United States*. Disponible en www.federalreserve.gov/releases/z1/20160609/data.htm.
NYSE, *Overview Data*. Disponible en www.nyse.com.
Robert Shiller, *Online Data*. Disponible en www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm.

¹⁵ Para el caso argentino ver Corso (2015) y Streb (1998). Una explicación similar fue esbozada por Reilly (1997) para explicar el declive de las cotizaciones en los Estados Unidos durante los años 1970.

¹⁶ Entre las políticas destacan la eliminación de alternativas de ahorro e inversión competitivas -cédulas hipotecarias, títulos públicos y depósitos bancarios- y la imposibilidad legal de acceder a activos externos (de todos modos, a partir de la devaluación de 1958 el acceso a activos externos, incluso de forma ilegal, se aceleró fuertemente). Sobre criterios de composición óptima de cartera durante el período se puede consultar Corso (2015).

Bibliografía

- Alemann, Juan (1956), *La bolsa: técnica de la operación bursátil y análisis del mercado de acciones de Buenos Aires*, Buenos Aires, Selección Contable.
- Altimir, Oscar, Horacio Santamaría y Juan Sourrouille (1966), “Los instrumentos de promoción industrial en la posguerra”, *Desarrollo Económico*, vol. 6, nro. 21, pp. 89-144.
- Arnaudo, Aldo (1975), “Rentabilidad de empresas e inflación”, ponencia presentada en *Reunión Anual 10*, Asociación Argentina de Economía Política, Universidad Nacional de Mar del Plata.
- BCRA (1964), *Memoria Anual*, Buenos Aires.
- Berardi, Jorge (1974), *La crisis del mercado de valores argentino en la capitalización empresarial*, Buenos Aires, Editorial Sudamericana.
- BCBA (1963), “Deliberaciones y resoluciones”, en *Reunión de Bolsas y Mercados de Valores de América*, celebrada los días 25, 26 y 27 de octubre de 1961 en Buenos Aires.
- CEMLA (1968a), *El mercado de capitales en Argentina*, México DF, Banco Interamericano de Desarrollo.
- CEMLA (1968b), *Os mercados de capitais do Brasil*, México DF, Banco Interamericano de Desarrollo.
- CEMLA (1969), *Análisis de mercados latinoamericanos de capitales*, México DF, Banco Interamericano de Desarrollo.
- CEMLA (1971), *Recursos nacionales de inversión en América Latina*, México DF, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Chu, David (1972), *The Great Depression and Industrialization in Latin America: Responses to Relative Price Incentives in Argentina and Colombia, 1930-1945*, Tesis de Doctorado, Yale University, Estados Unidos.
- Comisión Nacional de Valores (1971), *El mercado de valores en la década de 1960. Síntesis estadística*, Buenos Aires.
- Corso, Eduardo (2015), *Ambigüedad y decisiones de cartera*, Tesis de Doctorado, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, Argentina.
- della Paolera, Gerardo y Alan Taylor (1997), “Finance and Development in an Emerging Market: Argentina and the Interwar Period”, *Working Paper*, nro. 6236, National Bureau of Economic Research.
- della Paolera, Gerardo y Javier Ortiz (1995), “Dinero, Intermediación Financiera y nivel de Actividad en 110 Años de Historia Económica Argentina”, *Documentos de Trabajo*, nro. 36, Buenos Aires, Universidad Torcuato Di Tella.
- Elías, Víctor (1969), *Estimates of Value Added, Capital Labor in Argentine Manufacturing 1935-1963*, Tesis de Doctorado, University of Chicago, Estados Unidos.
- Ferreres, Orlando (2005), *Dos siglos de economía argentina (1810-2004)*, Buenos Aires, Editorial El Ateneo.
- Goldsmith, Raymond (1963), *La estructura financiera y el crecimiento económico*, México DF, CEMLA.
- Itzcovich, Samuel (1969a), “Análisis de la estructura financiera argentina, 1955-1965”, *Desarrollo Económico*, vol. 8, nro. 32, pp. 487-509.
- Itzcovich, Samuel (1969b), “Un sistema de transacciones financieras para la Argentina (1955-1965)”, *Documento de Trabajo*, nro. 40, Buenos Aires, Centro de Investigaciones Económicas del Instituto Torcuato Di Tella.
- Monti, Ángel (1971), *Política de liquidez e inversión industrial*, Buenos Aires, Fundación Eugenio A. Blanco.
- Moreno-Lázaro, Javier (2015), “The Stock Exchange, the State and Economic Development in México, 1932-1976”, *Revista de Historia Económica / Journal of Iberian and Latin American Economic History*, vol. 33, nro. 2, pp. 321-350.

- Nakamura, Leonard y Carlos Zarazaga (2001), "Banking and Finance in Argentina in the Period 1900-35", *Working Paper*, nro. 01-7, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Newland, Carlos (2015), *Rentabilidad empresarial y transformación estructural argentina 1926-1945*, mimeo.
- Noya, Andrés, (1970), *El sistema financiero argentino*, Buenos Aires, Selcon.
- Pineda, Yovana (2006), "Sources of Finance and Reputation: Merchant Finance Groups in Argentine Industrialization, 1890-1930", *Latin American Research Review*, vol. 41, nro. 2, pp. 3-30.
- Regalsky, Andrés (1994), "La evolución de la banca privada nacional en Argentina (1880-1914). Una introducción a su estudio", en Pedro Tedde y Carlos Marichal (coords.), *La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX)*, vol. 2, pp. 35-59, Madrid, Banco de España.
- Reilly, Frank (1997), "The impact of inflation on ROE, growth and stock prices", *Financial Services Review*, vol. 6, nro. 1, pp. 1-17.
- Reutz, Ted (1991), "Ilusiones fiscales, dimensión y método de financiamiento del déficit fiscal del gobierno, 1928-1972", *Revista Ciclos en la Historia*, vol. 1, nro. 1, pp. 117-148.
- Rougier, Marcelo (2001), *La política crediticia del Banco Industrial durante el primer peronismo (1944-1955)*, Buenos Aires, CEEED-FCE-UBA.
- Rougier, Marcelo (2010), "El mercado de valores durante el peronismo. Las dificultades para conformar un ámbito de capitalización empresarial (1944-1955)", *Investigaciones y Ensayos*, nro. 59, pp. 511-564.
- Rougier, Marcelo y Pablo López (2012), "El mercado de valores y la financiación de la inversión. La experiencia argentina en la segunda posguerra", *Revista Electrónica de Fuentes y Archivos Centro de Estudios Históricos "Prof. Carlos S. A. Segreti"*, año 3, nro. 3, pp. 124-152.
- Schvarzer, Jorge (1980), *Dinámica empresarial y desarrollo económico. Evolución de una muestra de grandes empresas argentinas en el período 1961-1979*, Buenos Aires, CISEA.
- Streb, Jorge (1998), "Y, si no hay más remedio... Inflación, desconfianza y la desintegración del sistema financiero en la Argentina", *Desarrollo Económico*, vol. 38, otoño, pp. 199-214.
- Van Tienhoven, Gerardo (1966), "Las limitaciones a la tasa de interés y otras modalidades que configuran la competencia en la captación de ahorros por los bancos, instituciones hipotecarias, otros intermediarios financieros y usuarios del crédito", presentado en *Segundas Jornadas para Dirigentes de Bancos*, Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- Vázquez Presedo, Vicente, (1988), *Estadísticas históricas argentinas: compendio 1873-1973*, Buenos Aires, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- Villena, Sebastián y José María Marchetti (2003), *El valor de los campos en la Argentina*, Tesina de Maestría en Agronegocios, UCEMA, Argentina.