

Intermediación financiera y desarrollo económico durante la ISI argentina: 1935 - 1967.

Lionel Barbagallo – Universidad Torcuato Di Tella

El problema

La literatura ha señalado con énfasis la relación existente entre desarrollo financiero y crecimiento económico: mayores niveles de intermediación reflejan procesos de acumulación de capital y aumento de la productividad (Levine, 1998). El objetivo de este trabajo es analizar el devenir de la intermediación financiera, haciendo especial énfasis en el estudio del mercado de valores privados en la Argentina entre 1935 y fines de 1966. Este recorte temporal sigue dos criterios: 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 '50 e inicios de los '60, el mismo colapsó brutalmente. A nivel metodológico, el recorte temporal busca empalmar dos series de cotizaciones de acciones bursátiles 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 presente trabajo describe la trayectoria del mercado de valores privados a través de un índice de precios de acciones de empresas representativas. Asimismo, pretende establecer cuál fue la contribución real de la Bolsa de Valores 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 se mantuvieron en niveles elevados, pero con una 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. Se analizan los principales indicadores que la literatura reconoce como determinantes: utilidades, dividendos e inflación y se presenta un repaso del entorno económico – institucional que afectó al desempeño de los mercados financieros. A lo largo del artículo se demostrará que la Bolsa de Valores ocupó un rol mayor al tradicionalmente asignado como fuente de recursos para la inversión. Durante el período A, esta performance estuvo vinculada al buen desempeño de la economía en general, mientras que durante el período siguiente, la misma se explica mayoritariamente por la represión financiera¹. La crisis registrada durante el período C se explica como resultado de la caída de la tasa de ganancia empresarial y el aumento de la tasa de inflación.

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: Nakamura y Zarazaga (2001), Della Paolera y

¹ Por represión financiera se entiende a un mercado de tasas reguladas, donde la tasa de interés no representa aquel punto de equilibrio donde oferta y demanda (al menos teóricamente) confluyen. En este tipo de entornos, la locación del ahorro no se define en base a criterios de maximización del beneficio, sino a través de determinaciones políticas.

Ortiz (1995), Della Paolera y Taylor (1997), Regalsky (1994) y Pineda (2006). Probablemente detrás de esta asimetría de esfuerzos académicos se halle el supuesto de que luego de la crisis del '30 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 '60 (período de fuerte crisis) que tiñe con un tinte 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 1935-1967, es decir, para los años centrales del proceso de industrialización por sustitución de importaciones (ISI). A pesar de los grandes aportes de las investigaciones de Altimir, Santamarina y Sourrielle (1968) y Rougier (2011, 2012) no se ha avanzado en la cuantificación y análisis de la contribución de la BCBA como fuente de financiación a la inversión productiva, vacancia que este trabajo aspira a cubrir, al menos parcialmente.

Intermediación financiera y desarrollo económico

Según Goldsmith (1963), la intermediación financiera se da cuando unidades económicas financieramente superavitarias transfieren sus excedentes a unidades deficitarias. Las instituciones encargadas de esta canalización son denominadas intermediarios financieros. Las principales instituciones de este tipo en las economías capitalistas desarrolladas suelen estar representadas por el sistema bancario, y en medida secundaria, aunque creciente acorde al grado de desarrollo económico, los mercados de valores, primero públicos, y más adelante en el desarrollo económico, privados.

Ross Levine (1998) señala que el crecimiento en los niveles de intermediación financiera es una variable capaz de predecir el crecimiento económico, la acumulación y el cambio tecnológico. La intermediación financiera se profundiza a medida que se intensifica la acumulación de capital y a consecuencia de dicha acumulación, el producto tiende a crecer en el futuro: "...el sistema financiero se desarrolla en anticipación al crecimiento económico futuro"³ (Levine, 1998:708). También señala que existen diversas instituciones a través de las cuales se da la canalización ahorro-inversión y en cambio, no existe un modelo único de desarrollo de las mismas. Hay economías desarrolladas en las que el grueso del ahorro es canalizado por el sistema bancario, donde los mercados de valores tienen escasa importancia, como Japón y Europa en la posguerra (aunque en menor medida que Japón), y otras como los Estados Unidos donde el mercado de valores canaliza una porción mayor del ahorro: "...no es bancos o mercados de valores; ambos indicadores de desarrollo bancario y bursátil, predicen el crecimiento económico"⁴ (Levine, 1998:719).

Ross Levine da cuenta de los niveles de intermediación a través del concepto de *Profundidad financiera*, la que define como la razón entre los activos financieros de una economía (Moneda + Pasivos Bancarios y extrabancarios) y el tamaño de su producto. Asimismo, sostiene que los niveles de liquidez en el mercado secundario de valores privados son un indicador clave de

² Principalmente los siguientes trabajos: CEMLA (1968A), Noya (1970), CNV (1971) y Berardi (1974).

³ Traducción propia.

⁴ Traducción propia.

desarrollo financiero y un excelente predictor de crecimiento económico. Buenos niveles de liquidez facilitan la entrada y salida de nuevos capitales en inversiones de gran escala y largo plazo, lo que estimula directamente la emisión de instrumentos financieros y la acumulación de capital. Este trabajo se centra principalmente en el análisis de este último indicador, aunque de modo complementario se hará referencia a todos los demás referentes a la intermediación financiera.

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

En su conjunto, el período 1935-1966 presentó niveles de vitalidad inusitados dentro del mercado de valores privados. En el gráfico I 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 '40 fueron similares (medidos en relación al PBI) a los de la Bolsa de Nueva York (NYSE), y hasta entrada la crisis durante la década del '60, 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). Esta afirmación debiera llamar la atención especialmente, cuando la bibliografía ha asumido tradicionalmente que el sistema financiero tuvo su momento de mayor desarrollo durante los años del modelo agroexportador (Streb, 1998), o al menos, antes de la creación del Banco Central (Della Paolera; Ortiz, 1995)⁵. Sin dudas, los años centrales de la ISI supusieron un desarrollo mayor al que tradicionalmente se pensaba y sólo durante los años '60 la crisis se hizo dueña del escenario. El conjunto del sistema financiero creció fuertemente durante el período, hecho que se puede comprobar en el incremento del stock de activos financieros del sector privado no financiero, que durante las décadas de 1940 y 1950 evolucionó favorablemente.

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 intenso fueron los años del desarrollismo. En 1961 la bolsa registraba 660 sociedades anónimas que cotizaban sus papeles allí (Comisión Nacional de Valores, 1971), mientras que en junio de 1956 el número era de apenas 333 (Alemann, 1956). Sólo con la intensa crisis de los '60 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 a la bolsa, se vio reflejada en el aumento de la capitalización bursátil de los mismos. La investigación del CEMLA(1968a) señala que para 1962, 1/3 del capital total suscripto 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.

⁵ Sostienen que los bancos centrales rápidamente perdieron contacto con la realidad, y en el caso argentino, que a partir de 1941 los agregados monetarios comenzaron a deteriorarse. Si bien esta cronología es exacta, sólo a mediados y fines de los '50 los agregados se deterioran fuertemente. Adicionalmente, el stock de activos financieros del sector privado no financiero estuvo en expansión hasta 1961.

Para 1961 la capitalización de las empresas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires alcanzó la cota del 20% en relación al PBI (Ver gráfico II). 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 '20, sólo 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.⁶

Estos primeros indicadores, 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 la tabla I, 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, industrias extractivas y sector financiero. Esta modificación en la estructura de los capitales admitidos revela el gran crecimiento de la industria manufacturera en su conjunto, motorizado por la expansión del sector metalúrgico y papelerero. El sector comercial, a pesar de haber registrado las mayores tasas de expansión, no pasó de representar el 10% del capital en 1956. Para esta fecha, el 40% del capital era representado por metalúrgicas y papeleras, mientras que para 1935, el sector bancos y seguros representaba 2/3 del capital y las industrias primarias y extractivas representaban más de un 1/4 del capital. La evidencia presentada en este informe parece acompañar las tendencias y transformaciones del conjunto de la economía. El crecimiento del stock de capital de la industria manufacturera, y en especial de la metalúrgica, ha sido señalado con énfasis por diversos investigadores (Elías, 1969) (Newland, 2015) lo que es consistente con la trayectoria que verificamos en el ámbito bursátil.

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 III. Es evidente, que para estos sectores económicos la bolsa fue una fuente importante de financiamiento. El desarrollo del sector metalúrgico estuvo estrechamente vinculado al ámbito bursátil, que le proveyó de importantes recursos para su expansión (Alemann, 1956). Una mirada a la composición de los valores más negociados confirma el avance de los papeles industriales. La trayectoria bursátil acompañó las etapas de desarrollo económico: mientras que durante los '30 predominaron los sectores primarios, las industrias de transformación de materias primas y aquellos sectores de servicios vinculados a tales actividades, la década del '40 fue testigo del

⁶Estas 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 '60. Según Nakamura y Zarazaga, 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.

avance de la industria liviana. Los '50 y '60 presentaron en cambio un perfil industrial más maduro: la industria automotriz, la química y la siderurgia, es decir, aquellos sectores priorizados por el proyecto industrializador desarrollista ganaron mayor representación dentro del ámbito bursátil, aunque sin desplazar completamente a los sectores de la industria liviana y alimenticia.

Se conocen ciertos datos que permiten estimar la contribución global de la bolsa como fuente de financiamiento empresario. Entre 1907 y 1929 Nakamura y Zarazaga (2001) calcularon que 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 1961⁷, las emisiones primarias de acciones representaron un promedio anual del 0,67% del PBI⁸. Al igual que las cotizaciones, los picos de emisión primaria se registraron alrededor de 1948 y 1960. Las emisiones de fines de los '50 y principios de los '60 constituyeron records absolutos, y llegaron a superar incluso los niveles elevados de la *belle époque*, tal como se puede apreciar en el gráfico IV. La capacidad del mercado de valores de canalizar el ahorro hacia la inversión, hasta bien entrada la crisis del sistema financiero durante los años '60, 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.

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. Chu (1972) ha trabajado con datos no publicados de un estudio elaborado por el Banco Central durante la década de 1940, que cubre el período 1939-1944, y hace referencia a las fuentes de fondos de un conjunto de grandes empresas industriales. A partir de estos datos, Chu concluye que el rol de la 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.

Chu complementa los datos obtenidos del trabajo del Banco Central con el estudio de la información publicada en los balances de algunas empresas cotizantes en la Bolsa de Comercio de

⁷ Excluyendo el período 1950 - 1954, para los cuales no hay estimaciones.

⁸ 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, sólo 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.

Buenos Aires elegidas por su representatividad. Según la información expuesta en la tabla II, 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 Grassi, que cubrió en promedio un 45% de sus necesidades de fondos apelando al mercado de valores.

Para la década de 1950 el aporte del mercado de valores al sector industrial también fue muy elevado. Un trabajo sobre fuentes y usos de fondos correspondientes a empresas industriales que cubre los años 1952-1959, señala que las emisiones en el mercado primario cubrieron alrededor de un 10% de las necesidades de financiación (Monti, 1971). Aunque este trabajo no incluyen los años de boom del desarrollismo entre 1960 y 1961, donde la emisión primaria llegó a cubrir un 10% de la inversión bruta en la Argentina (Comisión Nacional de Valores, 1971), no es difícil imaginar que el mercado de valores hubiese provisto entre un 20% y 30% del financiamiento total del sector industrial en aquellos años, especialmente si se considera la delicada situación que atravesaba el sistema bancario como fuente alternativa.

A pesar de los elevados niveles de intermediación registrados durante el desarrollismo, a partir de 1962 el mercado de valores privados colapsó brutalmente. Durante el resto de la década de 1960, su capacidad de vehicular el ahorro fue prácticamente nula y experimentó un constante retroceso en todos sus indicadores. En la práctica, los años '60 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.

Los años '30: el despegue de un mercado

Aunque para mediados de la década del '30 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 construido⁹ y en el volumen operado, ambos presentados en el gráfico VI. Las causas de esta rápida evolución deben buscarse en el contexto económico – financiero que comenzó a gestarse hacia fines de los años '30.

Rougier (2001) señala que a inicios de los '40 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

⁹ El índice elaborado cubre el período del 31/12/1935 al 31/12/1966. Para ello se han elaborado tres canastas de acciones ordinarias (cada una de las cuales cubre aproximadamente 10 años) en base al volumen efectivo transado por cada papel, 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.

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 (Chu, 1972) y el bancario muy limitado al corto plazo (Rougier, 2001).

Durante la década de 1930, la creación del Banco Central de la República Argentina (BCRA) supuso 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. Un límite adicional al sistema bancario le impedía participar libremente en el capital accionario de sociedades anónimas. Estas regulaciones tuvieron un doble efecto, el de dificultar el acceso al crédito del sector privado, y el de generar una masa de recursos en disponibilidad factible de ser aprovechada por el sector público.

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 desde fines de los años '30 el mercado de títulos públicos creciera y ganase en dinamismo. El grueso de las transacciones en el ámbito bursátil a fines de los '30 y mediados de los '40 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 bolsa local (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 de Valores y la mejora del sector externo, durante la primera mitad de los años '40 se procedió a rescatar el grueso de los valores públicos en circulación por otros de menor cupón. En 1941 se rescataron títulos nacionales que rendían un cupón del 4 ½ y 5% por otros que pagaban un 4%, operatoria que fue replicada por el grueso de los 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 incrementaban la retribución a sus accionistas. Los dividendos (absolutos) abonados por las empresas cotizantes en la BCBA fueron durante la segunda guerra mundial los más elevados del SXX, al menos hasta la década de 1990. En promedio, superaron en más de un 10% a los dividendos abonados durante los años '20, período de importante expansión económica. En conjunto, las décadas del '30 y del '40 (hasta 1946) fueron muy buenas para las empresas, en que la distribución de ganancias se mantuvo en

niveles bastante elevados y crecientes (ver gráfico VII). 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 los 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. Como señalan los trabajos de Newland (2015) y Arnaudo (1975), 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. 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).

El boom peronista

Según puede observarse en el gráfico VI, 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 ½ % fueron canjeados por otros que rendían un 3%. Asimismo, la Cédula Hipotecaria Argentina fue rescatada y canjeada por bonos hipotecarios que pagaban un 2 ½%. En conjunto, estas medidas buscaban 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 CHA generó un redireccionamiento del ahorro hacia los valores privados, lo que repercutió favorablemente en los volúmenes operados, la emisión primaria y las cotizaciones (Rougier, 2010) (Corso, 2015).

La reforma del sistema financiero supuso profundos cambios en los patrones de intermediación. 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 (Iztzovich, 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, sólo 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 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 suscribiendo parte importante de las emisiones ofrecidas y actuando como agente colocador. Asimismo, brindó créditos a comitentes que realizaban operaciones a término¹⁰. Durante 1947 y 1948 este tipo de operaciones creció notablemente, llegando a representar en enero de 1949 un 60% del total. El sector oficial no sólo estaba al tanto de esta operatoria, sino que la estimulaba so pretexto de favorecer los niveles de liquidez en el mercado secundario. El incremento de las operaciones a término fue una de las principales causas del rápido avance en los precios de los papeles, que reflejaba, más que la mejora económica de las empresas, la profundización de un ciclo especulativo (Rougier, 2011).

Crisis y recuperación durante los '50.

A partir de enero de 1949, punto cúlmine de la burbuja bursátil, las cotizaciones iniciaron un trayecto a la baja sin freno hasta 1952. Aunque el IMIM fue muy activo en los meses centrales de 1949, no fue capaz de detener la crisis bursátil. Su rol durante 1949 consistió en garantizar liquidez a los comitentes insolventes ante sus obligaciones a plazo y sostener los valores de los papeles a fin de evitar un colapso total de las cotizaciones. Entre 1949 y 1952 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

¹⁰Aunque 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 5000 millones sólo durante ese año, sin duda contribuyó a acrecentarla.

Kaiser y Acindar (Rougier, 2011). 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.

El boom desarrollista

El contexto en el que asumió Frondizi fue muy delicado en términos económicos y a nivel de la intermediación financiera la crisis fue mucho más evidente, tal como se aprecia en el gráfico V. 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. 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. El mercado de valores privados fue en cambio mucho más receptivo al proyecto desarrollista. A pesar de los indicios de debilitamiento a partir de la devaluación de 1958, el 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 '50, 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 primarios, 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..." (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1963:198). En conjunto, todos los indicadores bursátiles evidencian niveles de intermediación muy importantes. Los analistas contemporáneos

estuvieron tan sorprendidos por la rápida recuperación del mercado de valores, que llegaron a asumir que lo peor de la crisis había quedado atrás y se acercaban años mejores: "...merece destacarse el signo de recuperación que a partir de 1959 se advierte en la evolución cíclica del mercado, cuyo punto máximo se halla en 1960" (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1963:218).

Esta revitalización del mercado de valores no deja de ser desconcertante. A pesar del marcado aumento de la rentabilidad en 1960 y 1961, el movimiento secular de la tasa de ganancia, de mediados de los '40 en adelante fue descendente, como evidencia el gráfico X. Aún más, una variable clave para los inversores, el reparto de dividendos, continuó su trayectoria a la baja de forma mucho más evidente que la tasa de ganancia. Entonces ¿Quién y por qué estuvo invirtiendo tan activamente en la bolsa durante el desarrollismo? Es claro que ni el Estado, ni el sistema bancario fueron protagonistas centrales del mercado bursátil. Lo más probable es que los valores negociados correspondiesen por un lado a capitales externos, muy activos durante el período, y el grueso a ahorro local, de parte de empresas y ahorristas en general. Debe tenerse en cuenta, que el problema central de la Argentina en los '50 y '60 no fue la insuficiencia del ahorro, sino la canalización del mismo a la inversión. 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 respondió más a expectativas que a una modificación real de los fundamentos económicos de las empresas. La apuesta al mercado de valores privados durante el desarrollismo puede pensarse como el último eslabón dentro del proceso de sustitución de activos financieros denominados en moneda local. Durante los '40 se desarticulaban los mercados de títulos públicos y Cédulas Hipotecarias, lo que redirigió el ahorro hacia las acciones. Aunque ya estaban en leve deterioro, hasta la devaluación de 1958 el público siguió atesorando moneda local y depositando sus ahorros en el sistema bancario. Luego de esta fecha, el público redirigió el ahorro nuevamente hacia otro activo: las acciones. Una vez más los valores privados fueron beneficiarios en este esquema de represión financiera. Probablemente el incremento en los valores de intermediación bursátiles sea la contracara del abandono del sistema bancario a partir de 1958. 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 '60

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. A todas luces, los niveles de reparto de ganancias alcanzaron durante la década de 1960 niveles bajísimos, al tiempo que las utilidades contables de las empresas consideradas en la muestra también descendieron

marcadamente. 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 reimplementación del 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 las tablas III y IV.

Durante los '60 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 (Monti, 1971). Según Itzcovich (1969a), los pasivos bancarios que en 1955 representaban el 29,8 del pasivo financiero, en 1965 sólo 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.

Sustitución de activos e inflación

Corso (2015) ha estimado que para 1941, los activos financieros del sector privado no financiero representaban casi un 50% del PBI. Las principales tenencias las constituían las disponibilidades de efectivo y las colocaciones bancarias, seguidas por la cartera de títulos públicos y CHA. Como se ha descrito anteriormente, durante el transcurso de la década de los '40, el ahorro se redireccionó de la renta fija al mercado de renta variable. La principal innovación del período estudiado es la incorporación de los valores privados como reserva de valor. Mientras que en 1941 las acciones representaban un porcentaje mínimo en la cartera del sector privado no financiero, para 1961 las tenencias de acciones constituían 1/3 de la misma y representaban un 22% del PBI (Itzcovich, 1969b). A pesar de que los indicadores sugieren un pico en la actividad de intermediación hacia 1961, los primeros signos de fatiga ya estaban presentes al menos desde 1957 y con la crisis del desarrollismo no tardaron en manifestarse fuertemente.

Según Itzcovich (1969b), los niveles de intermediación financiera se redujeron muy fuertemente durante los '60. 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 fue acompañado por 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 sólo 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 casi un 23% de las mismas. No obstante, la participación de las acciones ya estaba en fuerte retroceso desde 1961, luego de alcanzar una participación de casi el 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 '60. 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 habían abandonaron masivamente las mismas.

En contraste, las tasas de retorno que ofrecían las instituciones financieras extrabancarias podían llegar al 3% mensual (Noya, 1970), lo que en términos reales implicaba un retorno positivo para el inversor. Por este motivo, las colocaciones en el sistema financiero extrabancario crecieron fuertemente. El mismo podía brindar tales retornos ya que no tenía sus tasas reguladas por el Banco Central y en cambio, las establecía de acuerdo a las condiciones imperantes en el mercado. Estas instituciones jugaron un rol clave en la financiación del consumo de bienes durables, principalmente automóviles, y en la financiación de empresas con problemas de liquidez, sobre todo pequeñas y medianas, incapaces de fondearse en el sistema bancario. Pero el crecimiento del sistema financiero extrabancario fue interrumpido por las regulaciones del Banco central implementadas 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" (BCRA, 1964:60). Como respuesta a las nuevas regulaciones, el mercado extrabancario dejó de expandirse, lo que se evidencia en la caída de su participación en la cartera del sector privado entre 1964 y 1965. Pero frente a las nuevas regulaciones, no tardó en surgir un nuevo mercado de dinero: el de letras y aceptaciones. Habida cuenta de que los intermediarios financieros no podían superar el escollo de las tasas máximas reguladas, idearon un artilugio para sortear las mismas. De 1965 en adelante, las instituciones extrabancarias actuaron conectando directamente ahorristas con 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).

A pesar de este proceso de desarrollo y transformación en los instrumentos financieros, la intermediación en su conjunto se redujo fuertemente durante la década de 1960, lo que se ve reflejado en la disminución de la cartera financiera en relación al PBI. En contraste, los activos reales crecieron fuertemente porque al menos protegían al capital de la desvalorización de la moneda y hasta ofrecían una modesta renta. Los inmuebles, tanto rurales como urbanos, experimentaron un alza en sus valores y se convirtieron en reserva de valor. Esto es especialmente llamativo para el caso de los inmuebles urbanos, ya que como señala Corso (2015), antes de los años '60 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 (ver gráfico VIII). 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” (Machetti; Villena, 2003:19). La caída en la tasa de descuento exigida a la inversión inmobiliaria (y la consecuente alza de los valores inmobiliarios) fue paralela a la caída de la tasa de retorno en el conjunto de los activos financieros y probablemente de toda la economía.

Inflación y desintermediación financiera

Diversos autores han señalado a la inflación como la causa de la desintermediación financiera¹¹. Con sólo observar su evolución resulta evidente que existe una correlación muy estrecha entre el desempeño financiero y la inflación. En el largo plazo, la tendencia de los precios hacia la suba fue cada vez más fuerte, y evidentemente esto impactó en la composición de cartera del público, que fue abandonando sus tenencias de activos financieros denominados en moneda local, por activos externos y reales. Al tornarse los retornos financieros fuertemente negativos conforme se aceleraba la inflación, los ahorristas se fueron alejando de los mismos. Pero si aún los retornos no fuesen tan desalentadores, la inflación crónica y creciente como se manifestó durante el período introduce complicaciones adicionales. La incertidumbre que generan tasas de inflación altas tiene como correlato criterios de inversión más cautos, aumenta la aversión al riesgo, disminuyen los plazos de las colocaciones y aumenta la tasa de descuento exigida por los inversores. Estos elementos afectan negativamente la conformación de un mercado de capitales profundo y de largo plazo, pues el ahorro tiende a esquivar el riesgo. Streb (1998) y Corso (2015) han señalado que la exacerbación inflacionaria lleva a la ruptura generalizada de los contratos dentro de la sociedad, instaurando un régimen de inseguridad jurídica donde el inversor no tiene la menor

¹¹ Los primeros en llamar la atención sobre este punto fueron los observadores contemporáneos al proceso. Los trabajos más importantes al respecto son los de CEMLA (1968A), Noya (1970), Carbonell Tur (1971) y Berardi (1974). Otros analistas posteriores, como Streb (1998) y Corso (2015), han vuelto sobre este argumento.

expectativa de que el valor del signo monetario sea respetado. Consecuentemente, la inflación no sólo destruye el valor de la moneda, sino también la confianza en el sistema monetario.

La inflación parece explicar satisfactoriamente el origen de la desintermediación en la Argentina. No obstante, a pesar de que es evidente que la incertidumbre que genera, *ceteris paribus*, puede impactar en mayores tasas de descuento exigidas por los inversores, como se explicará a continuación, su impacto no es necesariamente negativo sobre la intermediación financiera. El caso de Brasil durante la década de 1960 sirve para ilustrar esta cuestión. Mientras que en la Argentina los precios se elevaban fuertemente, en Brasil también lo hacían. Entre 1960 y 1966, el incremento anual promedio del IPC fue de casi el 55% en Brasil, mientras que en la Argentina fue del 25%, menos de la mitad. A diferencia de lo que sucedía en el escenario local, los niveles de intermediación financiera no solo se mantenían estables, sino que crecían moderadamente. Las cotizaciones bursátiles en Brasil se mantuvieron estables durante los años '60, con una marcada caída en los años centrales de la misma y con un importante incremento hacia fines de los '60 e inicios de los años '70. Pero incluso a pesar de la caída en las cotizaciones entre 1964 y 1967, el retorno total que obtuvieron los inversores fue positivo para dicho período, ya que las empresas abonaron un elevadísimo dividendo en efectivo. Para 1966, las veinte principales acciones que cotizaban en San Pablo y Río de Janeiro habían pagado un dividendo en promedio del 7,7% sobre su valor de cotización (CEMLA, 1968b). En cambio, las dieciocho acciones principales cotizadas en Buenos Aires abonaron en efectivo durante el mismo ejercicio un 0,67% de su valor de cotización. Y Brasil no sólo sufría tasas de inflación muy superiores a las locales, sino que también experimentaba aguda inseguridad jurídica e institucional. De ninguna manera Brasil representaba para los inversores mayor claridad que la Argentina respecto al futuro de sus colocaciones, sin embargo estas crecían.

La diferencia entre ambos casos radica no en la tasa de inflación, ni de descuento exigida por los inversores, al fin y al cabo es verosímil suponer que esta hubiese sido mayor en Brasil, sino en la posibilidad de los activos financieros de generar flujos de fondos estables hacia los inversores, lo que depende en última instancia de la capacidad real de pago de las unidades económicas que se fondean en el sistema financiero, que son empresas y Estado. La diferencia, a nivel conceptual, es que la economía brasileña manejaba un sistema de contratos indexados, ajustando el capital y garantizando un flujo de fondos hacia el inversor, mientras que la local no. Pero que los contratos estén indexados o no, depende de la capacidad económica de ajustar los mismos, no del simple deseo de las partes. En la Argentina, los instrumentos financieros indexados tuvieron un importante éxito entre el público, pero su utilización fue menos extendida que en Brasil. El Bono YPF de 1957 suscitó importante adhesión entre los inversores y brindó importantes retornos reales positivos. Pagaba una tasa fija del 6% más un adicional acorde a los volúmenes de producción de petróleo y ajustaba su capital en función de los salarios pagados por la empresa. Otra emisión ampliamente aceptada por los inversores fueron los bonos del empréstito "9 de Julio" de 1962, que pagaba un cupón del 7% y ajustaba su capital a la cotización del Argentino de oro. El éxito de estos instrumentos revela que la verdadera causa del abandono de los activos financieros no fue la inflación, sino los bajos niveles de remuneraciones que el sistema financiero

estaba dispuesto o podía pagar a sus inversores. Los instrumentos indexados en la Argentina, lejos de correr la misma suerte que el resto de los activos financieros, gozaron de cierta vitalidad durante los '60.

Inflación y tasa de ganancia

Al hacer un recuento del proceso inflacionario argentino entre los años 1945 y 1966, lo que se observa es que la inflación de origen monetario, es decir, la elevación general de los precios (no los reajustes de precios relativos a los que hace referencia la teoría de la inflación estructural) tendió a acelerarse cuando el sector oficial y privado actuaron como factores de expansión de la base monetaria. Por el contrario, cuando el origen de la expansión fue el sector externo, los precios permanecieron estables. El deterioro en el ratio de la cobertura de la base monetaria con activos externos en manos del BCRA, en general implicó el aumento en la velocidad de circulación y consecuentemente de los precios. Un evento fundamental en este sentido fue la reforma de la carta orgánica del BCRA en 1949, que eliminó el requerimiento de una cobertura con activos externos equivalente al 25% de la base monetaria. Esta modificación abrió paso a una emisión sin respaldo que inauguró el primer gran ciclo inflacionario de la Argentina (que de todos modos ya venía intensificándose a partir de la reforma financiera de 1946). La estabilidad de precios sólo fue alcanzada durante este período en momentos muy específicos, o bien como resultado de políticas de ajuste, por ejemplo en 1953 o cuando el sector externo exhibió un desempeño favorable, como los años 1960/61 (donde de todos modos el piso de la inflación nunca bajó del 13% anual). La expansión motorizada por el sector privado y el sector público actuaron degradando paulatinamente el valor de la moneda, lo cual se potenciaba en momentos en que el sector externo actuaba como factor de disminución de la base monetaria por déficits en la balanza de pagos. La cuestión de fondo es que mientras que el sector externo al ampliar la base monetaria aumenta automáticamente la oferta potencial (tener divisas automáticamente habilita a importar productos y servicios) en cambio la emisión sin respaldo no multiplica la oferta más allá de límites muy estrechos determinados por la capacidad instalada local, que en ciertos rubros, como la producción de bienes de capital, era prácticamente inexistente.

Pero ¿Por qué se emite? La explicación más generalizada asocia la expansión de la base monetaria con la monetización del déficit fiscal. Tal interpretación es la que predomina en los observadores de la época¹². No obstante, este argumento debe re examinarse. Para facilitar el análisis se reconocen dos subperíodos con características bien definidas: aquel que va de la nacionalización del BCRA en 1946 a la vuelta al régimen de Banca Central autárquica en 1957 y de 1957 en adelante donde el BCRA actuó con una política mucho más restrictiva.

Entre 1946 y 1950 el sector público se convirtió en un importante factor de creación de dinero. De hecho, para 1949 el sector público había sido responsable de la creación de casi la misma cantidad de dinero que el sector privado. Este último contribuyó fuertemente a la expansión monetaria, aunque con menos fuerza que el sector público. La evidencia presentada en el gráfico IX es la que

¹² Por ejemplo en Noya(1970), CEMLA (1968A), Berardi (1974), Carbonell Tur (1971)

permite asumir que la inflación durante el Peronismo estuvo vinculada en primer lugar al déficit público y en segundo lugar a la política expansiva del crédito al sector privado. Si el cuadro quedase planteado de este modo, sería muy simple llegar a la conclusión de que el déficit fiscal fue el principal *driver* de la inflación durante el Peronismo, no obstante, reconsiderar otros datos puede llevar a diferentes conclusiones. Si se considera al IAPI como una institución oficial sin mayor reparo, esta conclusión se mantiene, en cambio, si se entiende que el IAPI no actuó financiando al Estado sino como agente de crédito del sector privado (en definitiva el grueso de sus actividades consistían en créditos y subsidios directos e indirectos al sector privado) este panorama se modifica radicalmente. Al considerar al sector oficial excluyendo la deuda bancaria del IAPI, se puede apreciar que el sector público influyó sólo marginalmente sobre la creación de dinero. De hecho, el grueso del déficit fiscal fue cubierto a través de la colocación de bonos en las cajas previsionales, no dando pie a la monetización del mismo. Quien monetizaba sus déficits financieros en cambio era el IAPI; pero como se expuso anteriormente, es justo considerarlo dentro del sector privado ya que financiaba directamente al mismo. Con esta modificación en la metodología de cálculo, el que emerge como principal factor de expansión monetaria es el sector privado. La proporción de dinero creada por el sector privado más aquella generada por el IAPI, explicó para 1956 casi el 90% del total, mientras que en 1946 el sector privado no llegaba a explicar el 45% del origen del dinero. Paralelamente, la contribución del sector externo fue declinante.

A pesar de la reforma financiera de 1957 las tendencias básicas de la expansión monetaria no se modificaron profundamente al menos hasta 1959, cuando el sector externo volvió a crecer como factor de expansión. La fuerte llegada de capitales externos y el ajuste de 1958, una vez superadas las instancias inflacionarias de 1959, permitieron que 1960 y 1961 fuesen años tranquilos en cuestión de precios. No obstante, a pesar de esta mejora coyuntural, a partir de fines de 1961 las presiones inflacionarias volvieron a reavivarse. Durante el período que siguió a 1961 el sector externo se convirtió en un factor de absorción monetario de forma casi permanente, mientras que a partir de 1962, el sector público comenzó a monetizar crecientemente sus déficits. Durante la década de 1960, a diferencia del período peronista, el sector público tuvo un peso importante en la expansión monetaria y el incremento de los precios. El sector privado en cambio vio su acceso al crédito restringido, por lo que fue un factor secundario a la expansión del sector público. El sistema bancario fondeó principalmente al sector público, tanto la banca comercial como el BCRA asistieron al sector oficial en sus reiterados pedidos de crédito a tasas negativas.

Lejos de ser un fenómeno contingente, la inflación en la Argentina fue una necesidad, es decir, un elemento funcional estructural del sistema económico. Su función fue la de deprimir la tasa de interés a territorio negativo, y con ello, aproximarla con aquel punto de equilibrio donde, al menos teóricamente, se alcanza el pleno empleo de los factores. Por supuesto que para que tal situación fuese posible, se estructuró un esquema de brutal represión financiera, donde las tasas no se negociaban libremente, sino bajo el férreo control estatal. Este elemento es central a la hora de explicar las diferencias entre la evolución financiera de Brasil, también adolescente de inflación, y de Argentina. En el caso Brasileño, la tasa de interés de equilibrio era mucho más elevada a la local

y se ubicaba en niveles positivos, por este motivo, la tenencia de activos financieros indexados allí se expandió fuertemente, mientras que aquí no pasó de ciertos ensayos. La cuestión de fondo es que las tasas negativas de interés fueron vitales para mantener los engranajes económicos en marcha, ¿A qué tasa hubiese podido endeudarse para invertir el sector privado durante el peronismo, si no a las ridículamente bajas tasas que regulaba el BCRA? ¿Hubiese podido el sector oficial durante los '60 endeudarse a tasas positivas con el sistema bancario? ¿Cuáles hubiesen sido los niveles de inversión y gasto si las tasas se ubicasen en territorio positivo? A duras penas, el Estado durante ciertos años de los '60 podía sufragar sus gastos corrientes, y ciertas empresas, a pesar de las enormes facilidades financieras otorgadas registraban dificultades económico – financieras crecientes. El corolario de las tasas negativas de interés fueron retornos negativos para todo el conjunto de activos financieros y la progresiva desintermediación que se registró durante la década de 1960.

Durante todo el período bajo análisis la regulación de las tasas de interés se utilizó como mecanismo para compensar las decrecientes tasas de ganancia del sector privado. De lo contrario, si los niveles de rentabilidad hubiesen sido elevados, las empresas hubiesen podido pagar tasas de interés positivas (como lo hacían contemporáneamente en México, en Brasil, y en la Argentina previa a 1946) y el Estado hubiese podido recaudar eficientemente. El sistema financiero operó como una correa de transmisión entre tenedores de activos financieros y el sector de empresas privadas, beneficiarias del crédito subsidiado, de los subsidios directos brindados por el Estado, y de la demanda garantizada por el gasto público.

Arnaudo (1975) señala que ya desde 1946 la rentabilidad de un conjunto de empresas industriales maduras comenzó a decrecer fuertemente, lo que coincide también con la caída de los dividendos abonados. Pero fue sólo a partir de 1949 cuando la tasa neta de rendimiento se ubicó en territorio negativo de forma frecuente, la cual fue compensada de forma creciente por el crédito subsidiado (ver gráfico X). Tal situación, fue mucho más acentuada posteriormente a 1962, lo que se evidencia en un creciente divorcio entre la tasa neta de rendimiento y la tasa de beneficio operativo¹³. Lo que pone de manifiesto el trabajo de Arnaudo, es que la acumulación de capital industrial durante los '50, y sobre todo en los '60, dependió de forma creciente de las transferencias vía crédito subsidiado. Olarra Jiménez (1972) señala que entre 1965 y 1970, la transferencia de ahorristas a deudores a través de tasas negativas alcanzó en promedio el 2,5% del PBI anual. El continuo drenaje de riqueza desde tenedores de activos financieros hacia los capitales industriales ineficientes fue la causa estructural del proceso de desintermediación de los años '50 y '60, cuya manifestación fenoménica fueron tasas de inflación crecientes y tasas de interés reguladas bajo un esquema de represión financiera.

¹³ Las definiciones de Arnaudo son las siguientes: Tasa neta de rendimiento = Resultado – amortizaciones – deterioro monetario del valor del activo circulante (inventarios y financieros) / bienes de capital.
Tasa de beneficio operativo = Resultado – amortizaciones – deterioro monetario del valor del activo circulante (inventarios y financieros) – intereses pagados + intereses recibidos + desvalorización monetaria de las deudas / Patrimonio Neto.

Conclusiones

La investigación ha revelado que los niveles de intermediación financiera alcanzaron durante el período abordado niveles mucho más elevados a los que se afirmaba anteriormente, y que los mismos no sólo fueron altos a niveles históricos comparados con el período agroexportador, sino también a nivel internacional. Sólo durante los años '60 la crisis azotó fuertemente a los mercados financieros. Como sugiere la literatura financiera, el desarrollo de la intermediación fue acompañado por un intenso proceso de acumulación de capital físico, especialmente en la industria de transformación de metales. En cuanto al mercado de valores privados, éste alcanzó tanto en el mercado primario como secundario valores negociados muy elevados, que se reflejaron en cotizaciones altas entre 1945 y 1960. No obstante los importantes niveles de las cotizaciones, los fundamentos económicos de las empresas: utilidades y dividendos, se encontraban en retroceso ya desde 1946. La expansión de las cotizaciones a partir de esta fecha, pareció estar fuertemente influida por el esquema de represión financiera, que provocaba distorsiones en los mercados financieros y en la asignación de recursos para la inversión, favoreciendo a los capitales más débiles e ineficientes. La evolución de la tasa de ganancia apoya esta hipótesis; según Arnaudo los capitales industriales maduros se sostenían únicamente y de forma creciente por el crédito subsidiado a tasas negativas. En este contexto de represión financiera, el aumento de la inflación fue un objetivo deliberado cuyo fin fue deprimir las tasas de interés y permitir que el proceso de acumulación industrial siguiese en marcha. La intermediación financiera en su conjunto, sistema bancario y mercado de valores, retrocedió fuertemente frente a las tasas fuertemente negativas con que eran retribuidas sus colocaciones.

La visión de conjunto del período es contradictoria. Si bien la intermediación alcanzó niveles muy elevados y acompañó un intenso proceso de acumulación de capital, lo hizo dentro de un contexto de mercados financieros regulados donde el crédito fue compulsivamente dirigido hacia tales actividades y no siguió la lógica de la maximización del beneficio. Entonces, la locación financiera no sólo refleja el desarrollo económico sino también la intervención del Estado sobre dichos mercados, donde hasta último momento el mercado de valores privados pareció a los ojos de los inversores un refugio seguro de su capital. La profunda crisis de la rentabilidad durante los '60 demostró que esto no era así y en cambio, el mercado de valores, al igual que el sistema bancario, fue abandonado masivamente por los ahorristas, que se dirigieron en gran medida a activos reales y externos.

Quedan muchas interrogantes sobre el proceso descrito. Una de las problemáticas donde más confusión reina es el cálculo de la tasa de ganancia industrial: ¿Cómo evolucionaron las ganancias de las empresas? ¿La crisis fue tal como presenta Arnaudo? Y en segundo lugar, si la profundidad de la crisis fue tan marcada ¿Quién y por qué seguía invirtiendo? Lo que es seguro, es que el movimiento de los mercados financieros acompaña la tendencia señalada por Arnaudo. También resta esclarecer el verdadero alcance de la regulación de tasas sobre el sistema financiero ¿Cuál fue la magnitud real de las transferencias entre sectores? ¿Cuál fue su incidencia sobre los patrones de ahorro del sector privado? Este trabajo brinda una primera aproximación a tales problemáticas sobre las se profundizará en el futuro en el marco de una investigación más amplia.

Fuentes Utilizadas

Anuario estadístico de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, años 1955, 1956 y 1957.

Memoria anual de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, varios años.

Boletín semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, diversos números.

Balances consolidados del sistema financiero.

Bibliografía

Alemann, J. E.; 1956, *La bolsa; técnica de la operación bursátil y análisis del mercado de acciones de Buenos Aires*, Buenos Aires, Selección Contable.

Altimir, O.; Santamaría, H.; Sourrouille, J.; 1966, “Los instrumentos de promoción industrial en la postguerra” en *Desarrollo Económico*, Vol. 6, N° 21, pp. 89-144.

Arnaudo, Aldo; 1975, “Rentabilidad de empresas e inflación”, ponencia presentada en *Reunión Anual N° 10 de la Asociación Argentina de economía política*, Universidad Nacional de Mar del Plata, 3-5 de Noviembre.

Banco Central de la República Argentina (BCRA); 1964, *Memoria Anual*.

Berardi, J. E.; 1974, *La crisis del mercado de valores argentino en la capitalización empresaria*. Buenos Aires, Editorial Sudamericana.

Blanco, E. A.; 1956, *La moneda, los bancos y la economía nacional*, Ministerio de Hacienda de la Nación, Argentina.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires; 1963, “Deliberaciones y resoluciones” de la *Reunión de Bolsas y Mercados de valores de America*, celebrada los días 25,26 y 27 de octubre de 1961 en Buenos Aires.

Carbonell Tur, A.; 1971, *La estabilidad monetaria y la banca comercial en la república Argentina, período 1935 – 1969*, Buenos Aires, Asociación de Bancos de la República Argentina.

CEMLA; 1968a, *El mercado de capitales en Argentina*, México DF, Banco Interamericano de Desarrollo.

CEMLA; 1968b, *Os mercados de capitais do Brasil*, México DF, Banco Interamericano de Desarrollo.

Chu, D. S.; 1972, *The Great Depression and Industrialization in Latin America: Responses to Relative Price Incentives in Argentina and Colombia, 1930-1945*, Tesis doctoral, Yale University.

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

Corso, E.; 2015, *Ambigüedad y decisiones de cartera*, Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

Della Paolera, G.; 1988, *How the Argentine economy performed during the international gold standard: A reexamination*, Tesis doctoral, University of Chicago, Dept. of Economics.

Della Paolera, G.; Ortiz, J.; 1995, "Dinero, Intermediación Financiera y nivel de Actividad en 110 Años de Historia Económica Argentina" en *Documentos de Trabajo*, N°36, Buenos Aires, Universidad Torcuato Di Tella.

Della Paolera, G.; Taylor, A. M.; 1997, "Finance and Development in an Emerging Market: Argentina and the Interwar Period" en *Working Paper*, N° 6236, National Bureau of Economic Research.

Elías, V. J.; 1969, *Estimates of Value Added, Capital Labor in Argentine Manufacturing 1935-1963*, Tesis Doctoral, University of Chicago.

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

Goldsmith, R. W.; 1963, *La estructura financiera y el crecimiento económico*, CEMLA, México DF.

Itzcovich, S.; 1969a, "Análisis de la estructura financiera argentina, 1955-1965" en *Desarrollo Económico*, Vol. 8, N° 32, pp. 487-509.

Itzcovich, S.; 1969b, "Un sistema de transacciones financieras para la Argentina (1955-1965)", en Documento de trabajo del Centro de Investigaciones económicas del Instituto Torcuato Di Tella, N° 40, Buenos Aires.

Levine, R.; Zervos, S.; 1998, "Stock markets, banks, and economic growth" en *American economic review*, Vol. 88, N° 3, pp. 537-558.

Marchetti, J. M., Villena, S.; 2003, *El valor de los campos en la Argentina*, Tesis de maestría, UCEMA.

Monti, A.; 1971, *Política de liquidez e inversión industrial*, Buenos Aires, Fundación Eugenio A. Blanco. Departamento de Investigaciones.

Nakamura, L. I.; Zarazaga, C. E.; 2001, "Banking and finance in Argentina in the period 1900-35" en *Working Paper*, No. 01-7, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Newland, C. V.; 2015, *Rentabilidad empresarial y transformación estructural argentina 1926-1945*, versión MIMEO.

Noya, A.; 1970, *El sistema financiero argentino*, Buenos Aires, Selcon.

Olarra Jiménez, R.; Rubio, A.; 1972, "Tasas de interés, ahorro y sistema bancario: transferencias intersectoriales de ingresos por efectos de las tasas negativas de interés", en *El Sistema Financiero Argentino*, Buenos Aires, Programa Latinoamericano para el Desarrollo del Mercado de Capital.

Olivera, J. H.; 1965, "Inflación estructural y política financiera" en Anales de la Academia Nacional de Ciencias Económicas, Serie 3ª, Vol. 10, Buenos Aires.

Pineda, Y.; 2006, "Sources of finance and reputation: Merchant finance groups in Argentine industrialization, 1890-1930", en *Latin American research review*, Vol. 41, N°2, pp. 3-30.

Regalsky, A.; 1994, "La evolución de la banca privada nacional en Argentina (1880-1914). Una introducción a su estudio" en P. Tedde y C. Marichal (coords.), *La formación de los bancos centrales en España y América Latina (Siglos XIX y XX)*, Vol. 2, pp. 35-59, Banco de España - Servicio de Estudios de Historia Económica.

Rougier, M.; 2001, *La política crediticia del Banco Industrial durante el primer peronismo (1944-1955)*, Buenos Aires, UBA, CEEED-Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo.

-----; 2004, *Industria, finanzas e instituciones en la Argentina: la experiencia del Banco Nacional de Desarrollo, 1967-1976*, Editorial Universidad Nacional de Quilmes.

-----; 2011, "El mercado de valores durante el peronismo. Las dificultades para conformar un ámbito de capitalización empresarial (1944-1955)", en *Investigaciones y Ensayos*, N° 59, pp. 511-564.

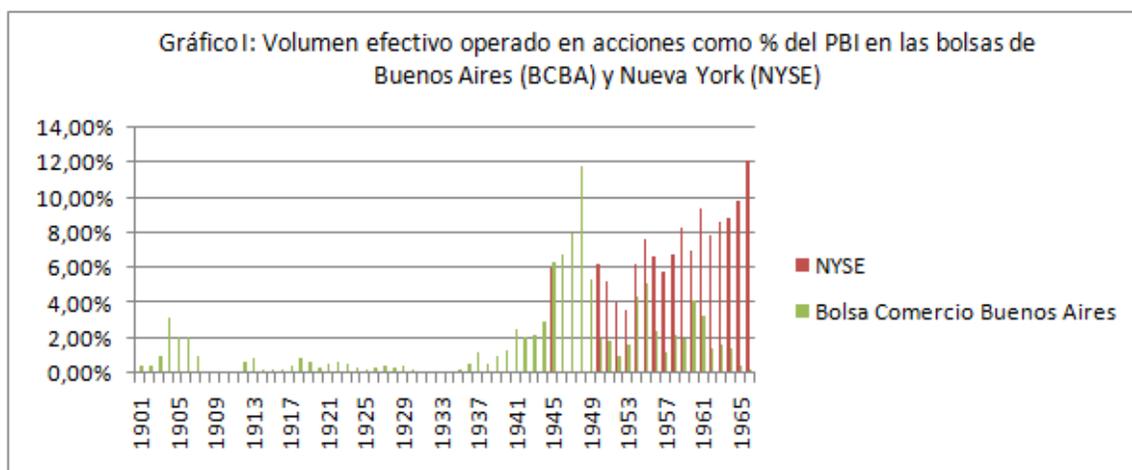
Rougier, M.; López, P.; 2012, "El mercado de valores y la financiación de la inversión. La experiencia argentina en la segunda posguerra" en *Revista Electrónica de Fuentes y Archivos Centro de Estudios Históricos "Prof. Carlos S. A. Segreti"*, Año 3, N° 3, pp. 124-152 .

Streb, J. M.; 1998, "Y, si no hay más remedio... Inflación, desconfianza y la desintegración del sistema financiero en la Argentina", en *Desarrollo económico*, Vol. 38, pp. 199-214.

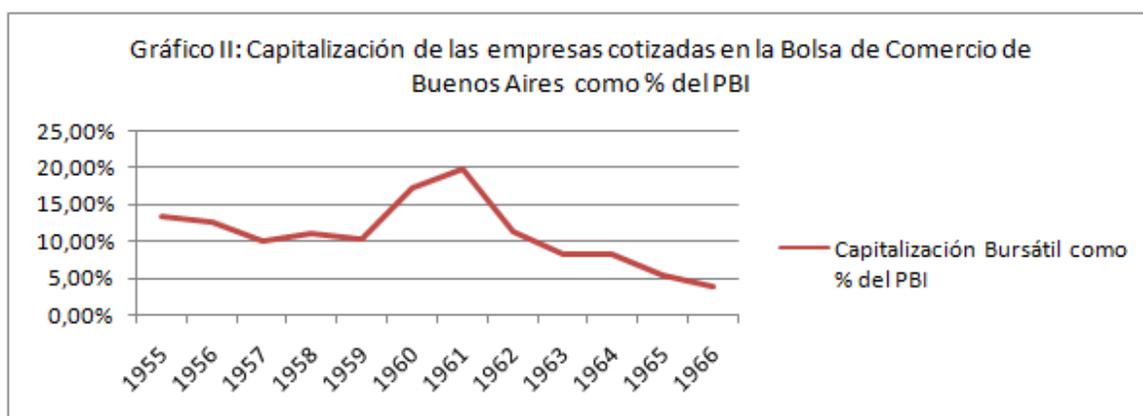
Van Tienhoven, G., P.; 1966, "Las limitaciones a la tasa de interés y otras modalidades que configuran la competencia en la captación de ahorros por los bancos, instituciones hipotecarias, otros intermediarios financieros y usuarios del crédito" en *Segundas jornadas para dirigentes de bancos*, celebradas en octubre de 1966 en Buenos Aires, Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Vázquez Presedo, V.; 1988, *Estadísticas históricas argentinas: compendio 1873-1973*, Buenos Aires, Academia Nacional de Ciencias Económicas, Instituto de Economía Aplicada.

Anexo de tablas y gráficos



Fuentes: Elaboración propia en base a Nakamura y Zarazaga (2001), Alemann (1956), CEMLA (1968A), NYSE data overview, disponible online en www.nyse.com

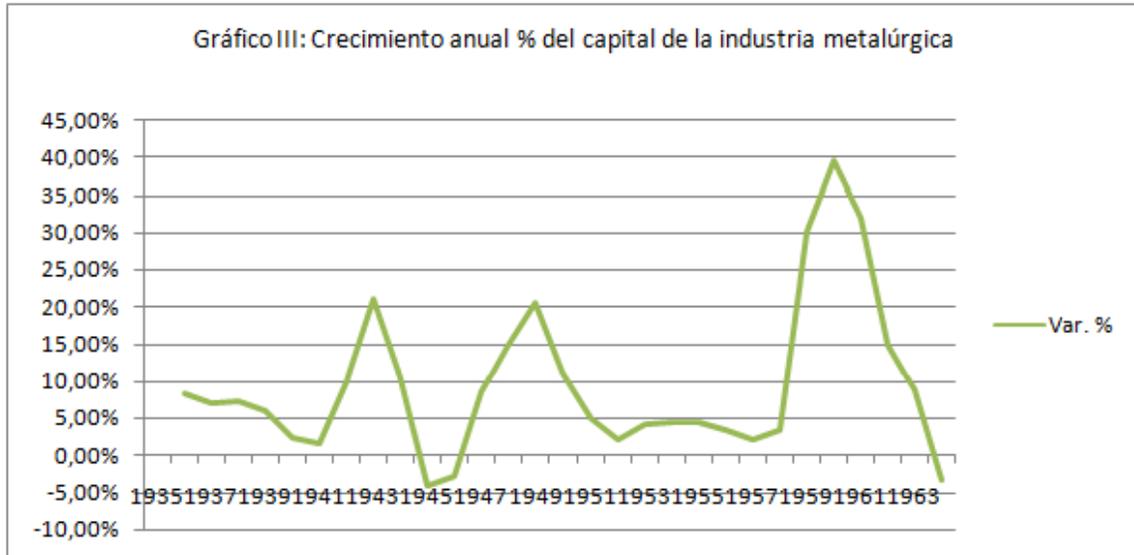


Fuentes: Elaboración propia en base a CEMLA (1968a)

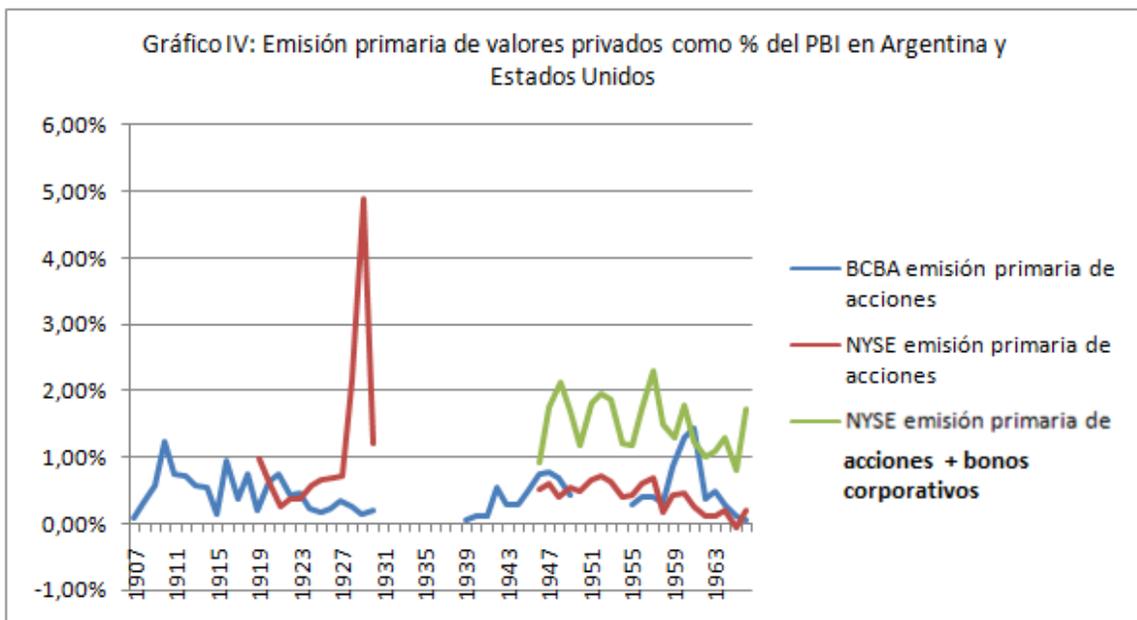
Tabla I: Capitales admitidos a cotizar de sociedades cuyos papeles se transaron al menos una vez durante el año en miles de pesos de 1935

	Industrias primarias y extractivas	Bancos y seguros	Comercio e importación	Metalúrgicas	Papeleras y A. Gráficas
1935	106422,50	268976,10		10985,00	22165,50
1940	115797,10	154450,32		24434,96	46581,20
1945	157805,11	124373,31	8167,90	38771,27	49028,03
1950	114500,64	43072,38	30508,51	101256,22	95954,60
1955	74163,08	30209,87	45754,87	173222,90	81363,85
1956	86682,94	33870,73	50587,00	177946,85	90683,54

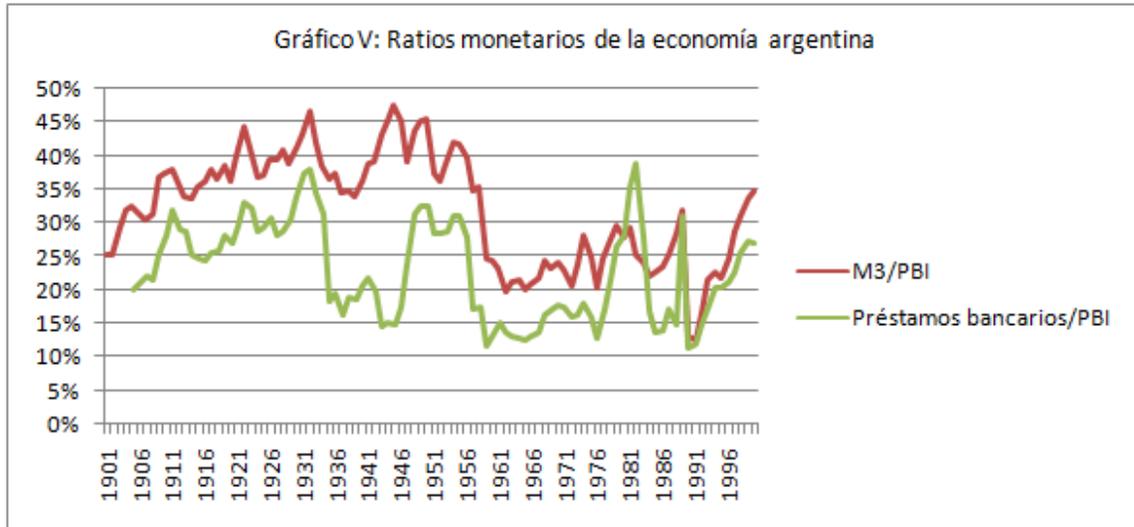
Fuente: Elaboración propia en base al Anuario estadístico de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, año 1956



Fuente: Elías (1969)



Elaboración propia en base a: Nakamura y Zarazaga (2001), CEMLA (1968A), Vázquez Presedo (1988) y Flow of Funds of the United States, FED



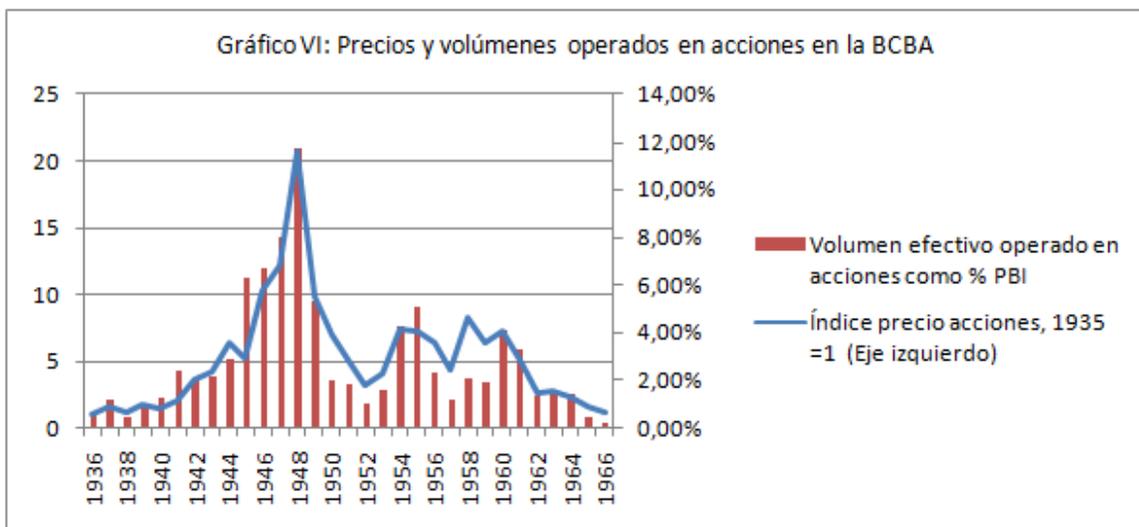
Fuente: Orlando Ferreres (2005)

Tabla II: Participación (en %) de las emisiones primarias de acciones como fuente del financiamiento global de empresas industriales seleccionadas

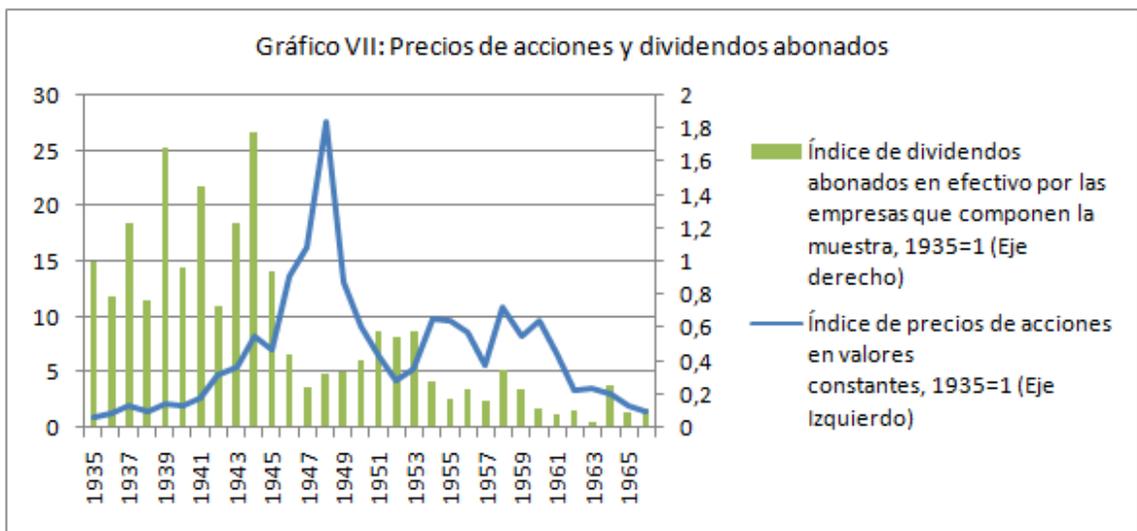
Textilia		Grafa		Teubal	
1931-1938	1939-1945	1930-1938	1938-1945	1937-1938	1939-1949
21	4	21	15	40	0

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

Fuente: Chu (1972)



Fuentes: Índice precios BCBA, elaboración propia. Volúmenes operados, Alemann (1956), CEMLA (1968).



Fuente: Elaboración propia en base a información publicada en el Boletín semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Tabla III

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

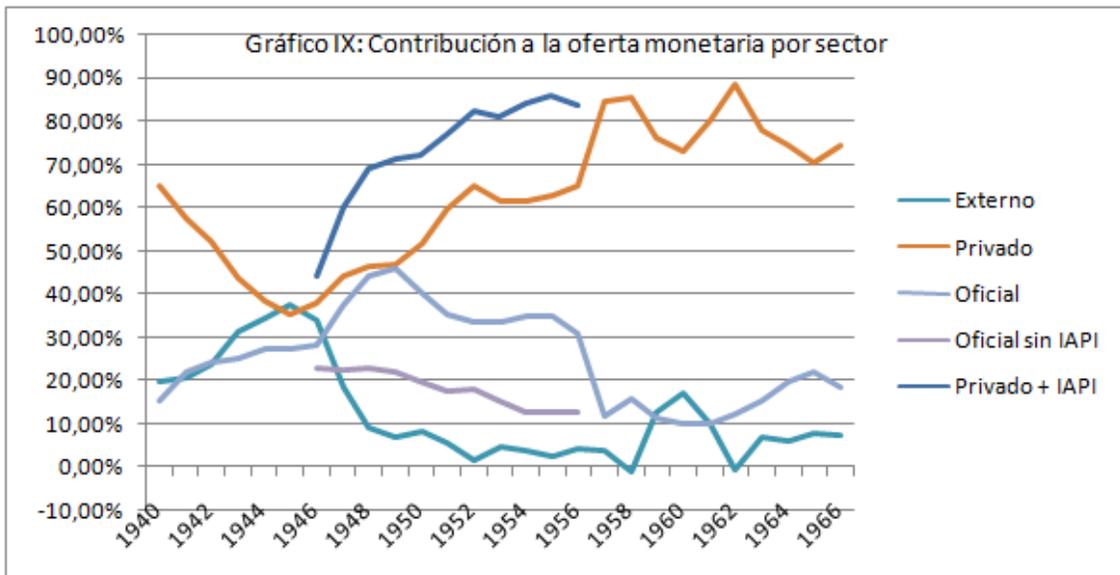
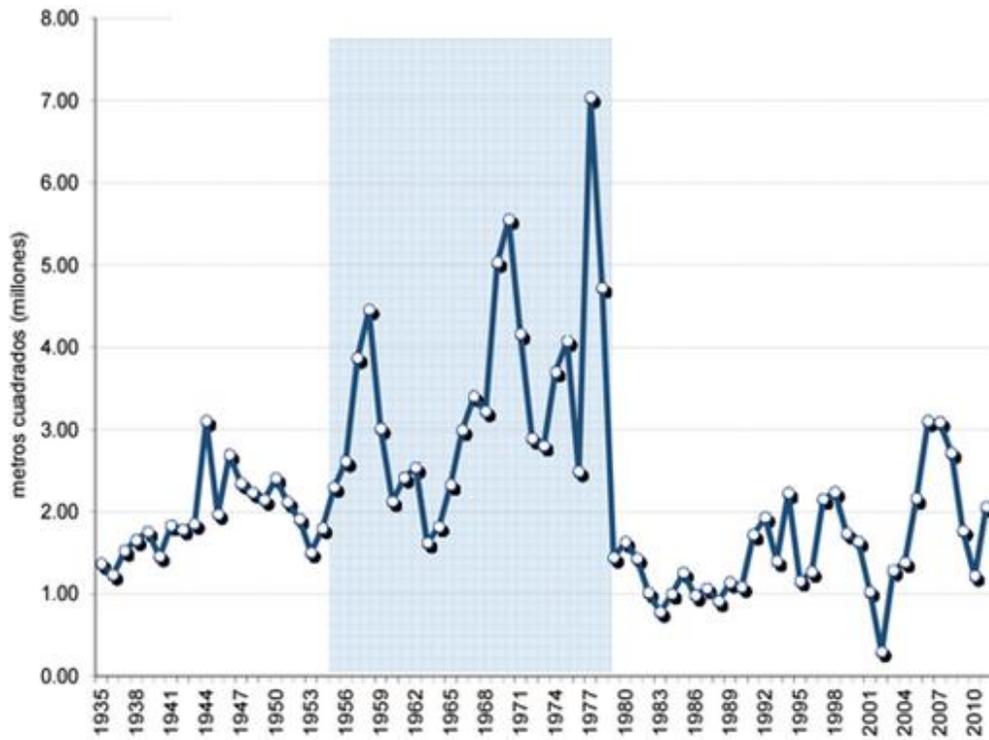
Fuente: Monti (1971)

Tabla IV

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

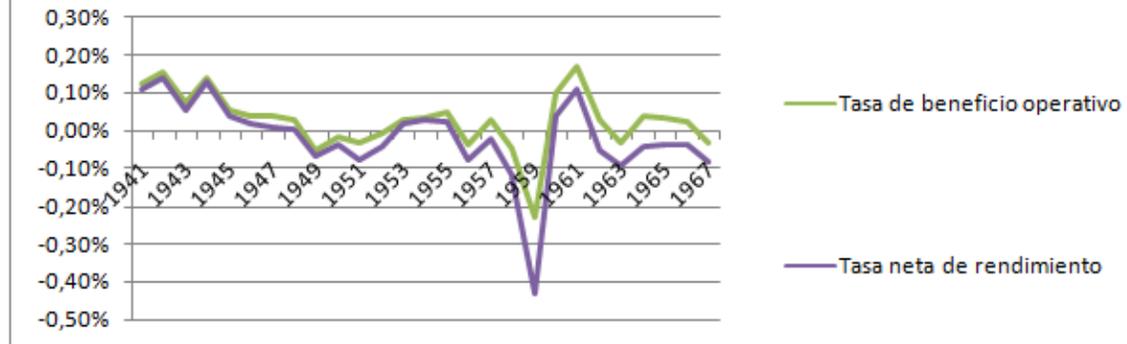
Fuente: Itzcovich (1969)

Gráfico VIII: Metros cuadrados construidos en la Ciudad de Buenos Aires



Fuente: Elaboración propia en base a Balances Consolidados del Sistema Financiero y Blanco (1956)

Gráfico X: Tasa de beneficio de empresas industriales maduras



Fuente:Arnaudo (1975)