

**EL MERCADO DE VALORES DURANTE EL PERONISMO.
LAS DIFICULTADES PARA CONFORMAR UN ÁMBITO
DE CAPITALIZACIÓN EMPRESARIA
(1944-1955)**

MARCELO ROUGIER

marcelorougier@yahoo.com.ar

Facultad de Ciencias Económicas – Universidad de Buenos Aires

CONICET

Argentina

Resumen:

Este trabajo estudia las características y el funcionamiento del mercado de valores durante el gobierno peronista (1946-1955) sobre la base del análisis de fuentes primarias. Particularmente, analizamos el dinamismo alcanzado por el mercado accionario en esa etapa con el fin de establecer en qué medida se constituyó en un instrumento de canalización de ahorro hacia las empresas industriales. En este sentido, el trabajo enfatiza sobre las estrategias estatales orientadas a regular el mercado de acciones a través de diversas normativas y del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias creado en 1947. De este modo, el artículo también pretende llenar parte del sorprendente vacío que en la literatura económica existe sobre esa institución. En la primera parte se describen las características y evolución del mercado de valores en los primeros años cuarenta y, en el contexto de la política económica peronista, se destaca la creación del el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM) así como las particularidades de su intervención durante la crisis bursátil de 1949. En un segundo momento, se estudian las modalidades, evolución y regulación del mercado de valores durante los años de crisis económica hasta 1952 y la recuperación posterior. Finalmente, se esbozan algunas conclusiones sobre los efectos de los mecanismos de regulación utilizados por el Estado y sobre las condiciones en las que se desempeñó la operatoria bursátil que permiten explicar en parte su atonía como instrumento de capitalización de las empresas industriales.

Palabras clave: mercado de valores, Peronismo, Argentina, crisis económica.

Abstract:

This paper analyses both characteristics and functioning of the stock market under the rule of the Peronist government (1946-1955). Our main interest is on identifying the stock market's dynamism so we will be able to understand whether this caused an improvement to benefit the industrial companies or not. This way, the paper will investigate the national strategies directed to regulate the equity market throughout many measures and the *Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias*, created in 1947. What is more, this article pretends to give more information, by analysing primary sources, about this institute. In the first part, characteristics and equity market evolution of the early forties are described and it is highlighted the creation of the IMIM (*Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias*) in the peronist economic policies context, and also its intervention during the 1949 crisis. In the second part, we focus on the equity market regulation, evolution and modalities during the years of economic crisis until 1952 and the subsequent recovery.

Finally, some conclusions will be analysed about the State's regulatory mechanisms effects. Also, the terms in which the trading operation worked. This will allow us to understand its weakness as an instrument of industrial companies' capitalization.

Keywords: equity market, Peronism, Argentina, economic crisis.

INTRODUCCIÓN

Lo que comúnmente se denomina bolsa y debiera llamarse técnicamente mercado de valores mobiliarios o mercado de títulos valores es el ámbito donde se negocian acciones, debentures y títulos públicos. Su desarrollo permite que empresas organizadas como sociedades anónimas obtengan financiamiento de largo plazo a través de la colocación de acciones o de activos representativos de deuda. Esos recursos se incorporan como capital y quien los aportó puede vender su parte libremente en el mercado sin afectar los fondos y la dinámica empresarial de la firma. A los fines del financiamiento, el desarrollo del mercado primario, esto es la colocación de acciones u otros instrumentos útiles para obtener fondos, resulta fundamental como mercado de capitales. y se diferencia de la circulación y compra venta de los títulos en el mercado secundario que no hacen estrictamente al financiamiento de la empresa, aunque la liquidez del mercado de transacciones es una condición necesaria para atraer inversores.

El papel desplegado por las bolsas de valores ha sido diverso en el transcurso de la historia de las economías modernas¹. En los países avanzados los mercados bursátiles fueron el resultado del desarrollo industrial más que su causa, y en muchos procesos de industrialización inducidos, los mercados accionarios no tuvieron un gran protagonismo, al menos en sus primeras etapas. De este modo, no resulta extraño que, en los países de desarrollo tardío, la deficiencia en la organización de instituciones financieras en general y de mercados de capitales en particular resultara notoria aún en el siglo XX. En el área latinoamericana, los estímulos para impulsar los mecanismos financieros destinados a acompañar las inversiones en el sector manufacturero comenzaron a partir de los años treinta y cuarenta, a la par que se verificaba un proceso de crecimiento industrial, al menos en los grandes países; de todos modos, en general el autofinanciamiento y el crédito bancario fueron, en estos mercados, las principales fuentes de financiamiento de la inversión productiva.

La historiografía económica argentina ha recalado muy escasamente en las alternativas del financiamiento de la industria durante la etapa conocida como de "sustitución de importaciones". Pese a que la historia industrial ha cobrado nuevos bríos en los últimos años y evidencia una significativa renovación producto en parte de la expansión del campo de la historia de empresas, en particular, el estudio del mercado de capitales ha sido muy poco abordado, y más notable aún es la ausencia de trabajos sobre las características y evolución del mercado de valores. Una de las explicaciones probables es la escasa importancia que en el desarrollo industrial de Argentina ha tenido, en general, este mercado como fuente de financiamiento de la inversión productiva. En efecto, diversos autores han destacado la insuficiente relevancia adquirida por el sector bursátil: su pequeña dimensión, las características especialmente especulativas de las transacciones prevalecientes en él y el hecho de que el control familiar de las grandes empresas cotizantes desestimulara la participación de potenciales inversores. La hipotética presencia de fuentes alternativas de financiamiento (tales como la reinversión de utilidades, crédito bancario o créditos de proveedores) habría constituido un factor adicional a la hora de entender el escaso dinamismo del mercado de valores privados². No obstante,

¹ Vale mencionar que la Bolsa es, además, una institución organizada de manera específica que cumple un papel social, gremial y político en las sociedades modernas, pero este aspecto no se analizará en el artículo.

² Estas opiniones pueden consultarse en OSCAR ALTIMIR, HORACIO SANTAMARÍA y JUAN SOURROUILLE; "Los instrumentos de promoción industrial en la posguerra", en: *Desarrollo Económico*, vol. 7, n.º 25, Buenos Aires, IDES, abril-junio 1967, II parte y JORGE KATZ y BERNARDO

prácticamente no existen estudios concretos sobre el funcionamiento de ese mercado y sus potencialidades e implicancias como ámbito de capitalización empresaria en períodos específicos³.

Este trabajo pretende cubrir en parte ese vacío al estudiar las características y el funcionamiento del mercado de valores durante el gobierno peronista (1946-1955), un gobierno que ha sido identificado con la promoción del sector industrial⁴. La dinámica de ese ámbito no sólo es importante para determinar las características del mercado financiero en el período, sino también porque en algún sentido refleja la situación general y las perspectivas de la economía nacional. Particularmente, nos interesa conocer si el dinamismo alcanzado por el mercado accionario en esa etapa permite vislumbrar la constitución de un instrumento de canalización de ahorro hacia las empresas industriales. En este último sentido, el trabajo enfatiza sobre las estrategias (y capacidades) estatales orientadas a regular el mercado de acciones a través de diversas medidas y de la entidad que se creó con ese propósito en julio de 1947: el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM), organismo *sui generis* que completaba un proceso de intervención progresiva del Estado sobre los asuntos económicos a tal punto de inmiscuirse en actividades hasta entonces consideradas ajenas a todo posible control estatal. En este sentido, el artículo también pretende llenar parte del sorprendente vacío que, en la literatura económica, existe sobre esa institución⁵. La carencia casi absoluta de fuentes de segunda mano nos condujo a trabajar en forma prácticamente exclusiva en lo que se refiere a su accionar con fuentes primarias (actas de directorio del IMIM y del Banco Industrial, libros copiadores de este último, Memorias y circulares del BCRA, Memorias de la Bolsa de Valores y publicaciones periódicas especializadas).

KOSSACOF, *El proceso de industrialización en la Argentina: evolución, retroceso y prospectiva*, Buenos Aires, Centro Editorial de América Latina, 1989.

³ Pueden encontrarse sólo los estudios generales de JORGE BERARDI, *La crisis del Mercado de Valores Argentino en la capitalización empresaria*, Buenos Aires, Sudamericana, 1974; JORGE SCHVARZER, *El mercado bursátil*, Buenos Aires, CISEA, 1990, y el de DELTEC PANAMERICANA, *El mercado de capitales en la Argentina*, México, Banco Interamericano de Desarrollo, 1968, sobre los años sesenta.

⁴ Significativamente, estudios específicos sobre la industria en este período descuidan en el conjunto de políticas los diseños institucionales para la canalización de la inversión y su importancia para explicar las transformaciones del sector. Véase, por ejemplo, CLAUDIO BELINI, *La industria peronista*, Buenos Aires, Edhasa, 2009.

⁵ Sólo existen referencias ocasionales en algunos de los trabajos citados anteriormente y en PAUL LEWIS, *La crisis del capitalismo argentino*, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica, 1993, quien dedica un sugerente apartado al colapso de la Bolsa de Valores, sobre la base de información periodística.

En la primera parte del artículo se describen las características y evolución del mercado de valores en los primeros años cuarenta y en el contexto de la política económica peronista se destaca la creación del IMIM, así como las particularidades de su intervención durante la crisis bursátil de 1949⁶. En un segundo momento, se estudian las modalidades, evolución y regulación del mercado de valores privados durante los años de crisis económica hasta 1952 y la recuperación posterior. Finalmente, se esbozan algunas conclusiones sobre los efectos de los mecanismos de regulación utilizados por el Estado y sobre las condiciones en las que se desempeñó la operatoria bursátil, lo cual nos permitirá explicar en parte su atonía como instrumento de capitalización de las empresas industriales. Es indudable que un estudio que pretenda dar cuenta de la evolución del mercado de valores no debería descuidar los factores políticos y económicos que influyen notoriamente sobre su desenvolvimiento. No obstante ello, dado los estrechos límites estipulados para el trabajo, algunos de esos aspectos se considerarán conocidos y solo se mencionarán como referencias.

EL MERCADO DE VALORES EN LOS AÑOS CUARENTA. PRIMEROS ENSAYOS DE REGULACIÓN

En los años treinta, las grandes empresas tenían menores dificultades que otras firmas a la hora de conseguir financiamiento. Esto era así debido, entre otros factores, a que las restricciones crediticias impulsadas por la legislación financiera surgida de la crisis no las afectaba en demasía, puesto que permitía a los bancos invertir parte de sus fondos en acciones y obligaciones de las pocas grandes empresas industriales que cotizaban en bolsa. Esta posibilidad de financiación industrial tenía alcances muy limitados y favorecía exclusivamente a las sociedades por acciones; los establecimientos de carácter individual y las sociedades no formadas por capital accionario quedaban al margen de esos beneficios.

La Segunda Guerra Mundial y el crecimiento industrial que se produjo en ese contexto profundizaron la necesidad de organizar un sistema de créditos a plazos medianos y largos con el fin de satisfacer la creciente demanda de un gran número de empresas. En este sentido, el Plan Pinedo primero y varios

⁶En esta primera parte se retoma y revisa lo presentado en MARCELO ROUGIER, "El Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias y la crisis bursátil de 1949", en: *Ciclos en la Historia, la Economía y la Sociedad* 23, Buenos Aires, Primer Semestre de 2002.

proyectos posteriormente pretendieron atacar el problema. Finalmente, con la creación del Banco de Crédito Industrial Argentino (BCIA) en abril de 1944 se consideró que las pequeñas y medianas industrias –aquellas que tenían mayores dificultades– tendrían facilidades de acceder a créditos liberales para el financiamiento de la inversión. También las grandes se beneficiarían de esta nueva posibilidad⁷.

Por su parte, el mercado de valores como alternativa de obtención de capitales por parte de las empresas industriales distaba de ser promisorio. Como lo señalaron los funcionarios del Banco Central de la República Argentina (BCRA) en 1940, el mercado para acciones y obligaciones de empresas privadas se encontraba en una etapa inicial y no había alcanzado un grado de desarrollo comparable con la importancia del comercio y la industria⁸. En efecto, una de las características de las operaciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) era la escasa participación de los valores privados sobre el total. Entre 1930 y 1945 el grueso de las transacciones se realizaba en títulos públicos en consonancia con la expansión de obras públicas que se realizaban por ese entonces. Desde mediados de los años treinta las transacciones en valores privados representaban solo el 4% del valor nominal negociado. En 1939 aumentaron al 14,4% y se estabilizaron en porcentajes similares durante el resto de la guerra, alcanzando en 1945 un valor cercano a los 150 millones de dólares. Este crecimiento de las operaciones en acciones reflejaba el fuerte incremento del número de sociedades anónimas; todas las grandes empresas que se constituyeron en esos años adoptaron esta forma, mientras que otras se transformaron en tales, muchas veces por insistencia de organismos públicos.

Conjuntamente con el gradual incremento en las transacciones de acciones de sociedades anónimas, en este período comenzó a manifestarse una lenta disminución en las colocaciones de títulos públicos, aunque conservaban claramente el predominio⁹. Esta progresiva y manifiesta reducción de las ope-

⁷ Sobre las características del crédito a las empresas industriales en los años treinta y en particular sobre los proyectos y la creación del BCIA, véase MARCELO ROUGIER, "El crédito a las empresas industriales. Antecedentes y orígenes del Banco de Crédito Industrial Argentino", en: *Estudios Interdisciplinarios de América Latina*, vol. 10, n.º 2, Tel Aviv, 1999. Sobre el accionar de esa institución, véase MARCELO ROUGIER, *El Banco de Crédito Industrial durante el primer peronismo*, Buenos Aires, CEEED-UBA, 2001.

⁸ BCRA, *Memoria anual*, Buenos Aires, BCRA, 1940.

⁹ Hacia 1944, el Estado, tanto el Gobierno nacional como la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires, y la Provincia de Buenos Aires eran los actores más dinámicos en este mer-

raciones de valores nacionales obedecía a las iniciativas oficiales destinadas a rescatar o convertir los títulos a tasas menores de interés, fruto de la recuperación económico-financiera del Estado. Primero fue el gobierno nacional quien rescató y convirtió títulos por nuevos valores, luego la Municipalidad de Buenos Aires y finalmente, la Provincia de Buenos Aires y otras fueron rescataron sus títulos ajustándolos a tipos de interés más moderados¹⁰.

Las circunstancias provocadas por la Guerra impulsaron fuertes oscilaciones dentro del mercado bursátil. El gobierno resolvió intervenir a través del BCRA a fin de corregir y dar estabilidad al mercado, realizando operaciones de apoyo, comprando y vendiendo títulos para evitar bruscos vaivenes aunque sin oponerse a la tendencia de largo plazo del mercado¹¹. El ingreso de los Estados Unidos en la conflagración a fines de 1941 provocó el mayor monto de compra por parte del Estado registrado hasta ese momento, lo que evitó los peligros de pánico entre los tenedores de títulos¹². Restablecida la calma y considerando las mejores condiciones en las que se desarrollaba el mercado, el gobierno dispuso una nueva conversión de los valores que estaban en circulación al 4,5% y 5% llevándolos al 4%. Lo mismo ocurrió en años posteriores con los otros actores estatales. No obstante la reducción operada en el tipo de interés a través de las conversiones, los valores públicos continuaron mereciendo bastante apoyo de los inversores, si bien gran parte de los capitales tendieron a inclinarse a préstamos hipotecarios y operaciones inmobiliarias¹³.

En suma, durante los primeros años cuarenta, el Estado fue adquiriendo progresiva experiencia en la intervención del mercado de valores hasta que la reforma financiera de 1946 modificó sustancialmente las condiciones en las que operaba ese mercado y se realizaba la actividad reguladora.

cado. Los principales títulos públicos negociados eran los valores nacionales (55%), provinciales (13%), cédulas (10%), municipales (6%) y bonos hipotecarios (3%); el resto correspondía a transacciones de valores privados.

¹⁰BCBA, *La Bolsa de Comercio de Buenos Aires en su centenario*, Buenos Aires, BCBA, 1954, p. 262 y ss.

¹¹Ya la ley 12.155 de 1935 autorizaba al BCRA a adquirir títulos por un valor igual al de su capital y reservas. Ante la situación de inestabilidad del mercado de valores comentada, debió apelarse a recursos de la Tesorería y, a fines de 1944, a una forma de anticipo de los bancos comerciales.

¹²BCBA, *ibidem*, p. 272.

¹³BCBA, *ibidem*, p. 263.

EL MERCADO DE VALORES DURANTE LOS PRIMEROS AÑOS DEL PERONISMO

La creciente intervención del Estado en todas las esferas económicas se profundizó en los primeros meses de 1946 cuando se instrumentó una profunda reforma financiera que creaba un "Sistema del Banco Central". El mismo incluía a las distintas entidades bancarias oficiales (Banco Nación, Banco Hipotecario Nacional, Caja Nacional de Ahorro Postal, Banco de Crédito Industrial y Banco de la Provincia de Buenos Aires) y otros organismos. El eje de la reforma implicaba el control estatal de la moneda y del crédito, dado que constituían un aspecto central de los objetivos de la política económica que intentaba plasmar el peronismo.

El mercado de valores quedó sujeto a nuevas regulaciones por el decreto 15.353 que incorporó la Comisión de Valores al Banco Central¹⁴. Sus funciones comprendían el asesoramiento sobre el monto y la oportunidad de las colocaciones de títulos públicos en el mercado; la coordinación de la concurrencia al mercado financiero de las entidades públicas con capacidad de emitir valores; la verificación del cumplimiento de las resoluciones del BCRA sobre los valores privados; la inspección de las firmas que solicitasen cotizar en bolsa; y el establecimiento de la suspensión de cotizaciones cuando se verificaran irregularidades en las empresas. También, el decreto-ley permitía al BCRA comprar y vender en plaza valores nacionales con fines exclusivos de regulación bursátil o monetaria¹⁵. Con ello se pretendía poner en sintonía al mercado de valores con el conjunto de las instituciones que definían la política económica del gobierno peronista, aunque la normativa no sería reglamentada hasta la crisis bursátil de 1949, como se verá.

En 1946 el volumen negociado alcanzó el récord de 2.975 millones de pesos en valor nominal, un 20% mayor que el año anterior (unos 190 millones de dólares). El proceso puede explicarse principalmente por el rescate de las cédulas hipotecarias y la conversión de los títulos del Crédito Argentino Interno (CAI). En efecto, respecto a la primera operación, fueron reemplazadas

¹⁴Esta comisión había sido creada en 1937 con el fin de efectuar recomendaciones sobre los proyectos de emisión que le eran sometidos. Con el decreto de 1946, el presidente de la Comisión de Valores pasó a ser el representante del Banco Central y la misma quedó integrada por representantes de los bancos oficiales —incorporándose uno del BCIA— y privados, de las empresas financieras y de la BCBA.

¹⁵MINISTERIO DE HACIENDA DE LA NACIÓN, *Nuevas disposiciones relativas a: Sistema Bancario. Prenda con Registro. Sociedades Mixtas*, Buenos Aires, Ministerio de Hacienda de la Nación, 1946.

las cédulas por Bonos Hipotecarios emitidos por el Banco Central a un menor interés a partir del mes de setiembre. El objetivo de esta acción era abaratar el costo de los préstamos hipotecarios y lograr una posibilidad de financiación más económica para los sectores populares, contemplando los lineamientos más generales de la política económica peronista. Por su lado, la conversión de los títulos CAI por otros de menor interés perseguía el fin declarado de abaratar el costo del dinero para fomentar el desarrollo de la industria y demás actividades productivas, a la vez que se reducía la deuda estatal. A la par de la política seguida por el Gobierno Nacional, municipios y provincias siguieron el curso de la conversión, emitiendo títulos con menores tasas de interés. También fueron rescatados títulos de empréstitos externos, en consonancia con el discurso oficial de reducir la deuda nacional. Ciertamente, se dispuso el rescate de todos los empréstitos en dólares y francos suizos del gobierno, salvo los empréstitos en libras esterlinas (Convenio Roca, 1933) cuyo vencimiento operaba en 1953 sin posibilidad de ser rescatados con anterioridad.

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

Parte también del impulso inicial del mercado de valores fue provocado por la colocación de acciones de empresas mixtas. En efecto, dentro del conjunto de medidas establecidas por el gobierno dictatorial de Edelmiro Farrell, previas a la asunción de Perón, se establecieron las normas jurídicas que contemplaban la creación de empresas mixtas. A partir de mediados de 1946, comenzaron a cotizarse acciones de la Flota Área Mercante Argentina (FAMA) y la Empresa Mixta Telefónica Argentina (EMTA), empresas constituidas por la asociación del Estado con capitales particulares dentro del plan de nacionalización de los servicios instrumentado por el gobierno. Estos papeles contaban con garantía del Estado de un interés mínimo y fueron suscritos en su totalidad. La primera emisión (veinticinco millones de pesos) de la FAMA fue realizada por la propia empresa, cubierta con exceso y negoció una cifra

adicional. Esta segunda emisión de acciones de capital privado de la FAMA y el ofrecimiento público de las de EMTA (por un valor de cincuenta y noventa y cinco millones respectivamente) fue realizada por el Banco Industrial, institución que además compró en el mercado acciones de estas empresas mixtas y otras particulares¹⁶.

Una nueva entidad financiera: el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias

El mercado bursátil mantuvo un fuerte proceso de alza de precios y multiplicación de transacciones hasta mayo de 1947 con un nivel de negocios superior a cualquier otro período de la historia bursátil. Los primeros días de mayo la Bolsa había emitido una nota al BCRA donde transmitía sus preocupaciones por la situación en el mercado:

[...] desde hace algunos meses, las pizarras de esta Bolsa vienen reflejando en sus cotizaciones de acciones de sociedades anónimas un estado de optimismo público cada vez más creciente, llevando los precios a niveles desconocidos en la historia de la Institución. [...] no es posible desconocer que serían de una eficacia moral relativa si sobreviniese un estado de depresión aguda en el ánimo de los inversores. Es por ello y por la repercusión que podría tener en los títulos públicos una baja repentina en las acciones de las sociedades anónimas, que hago partícipe al Señor Presidente de la preocupación que dejo expuesta y que espero de su patriotismo y fina comprensión, que serán compartidas, la que se trataría de atenuar con medidas de mayor seguridad, *sin trabar en forma drástica* el libre juego de la oferta y la demanda¹⁷.

En efecto, a mediados de mayo se produjo el brusco cambio que se anunciaba: el monto de las transacciones disminuyó y los precios de los papeles cotizables se cayeron. La contracción fue atribuida a algunos problemas de la economía real, en especial al mayor costo de la mano de obra, "lo cual ha

¹⁶ La modificación de la Carta Orgánica del BCIA, producida dentro del conjunto de decretos de reordenación bancaria en mayo de 1946, lo autorizaba a "operar con papeles de comercio, obligaciones y títulos públicos que se coticen en Bolsa". Con ese propósito, creó el Departamento de Títulos del Banco que realizó un gran número de operaciones de compra-venta de títulos y acciones, participando en la conversión y suscripción de títulos nacionales, provinciales y municipales. Además, se encargó de las emisiones de acciones de compañías particulares y mixtas.

¹⁷ BCBA, *La Bolsa de Comercio...*, cit. p. 276. El subrayado es nuestro.

hecho pensar, posiblemente, a los inversores, sobre la probable disminución de utilidades que esas circunstancias ocasionarían en las empresas, adelantándose la plaza —como siempre ocurre—, a las posibilidad de tales fenómenos económicos”¹⁸. Esta situación afectaba particularmente a las empresas textiles, donde el Estado había limitado el alza de precios de sus productos; este era un rubro, junto con Alimentos y bebidas con gran participación dentro de las negociaciones en el mercado¹⁹.

En parte como respuesta a esas demandas, en junio de 1947, el gobierno creó el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM), pasando a integrar el Sistema del Banco Central. El IMIM podía realizar toda clase de operaciones en valores mobiliarios por cuenta propia o de terceros: comprar, vender, caucionar valores emitidos por los poderes públicos nacionales, provinciales, municipales y sociedades mixtas o privadas. Además, estaba autorizado a conceder préstamos a sociedades mixtas o privadas con caución de valores mobiliarios y a recibir depósitos, entre otras muchas funciones²⁰. Poseía un capital autorizado de cien millones de pesos, el cual fue integrado casi totalmente en los primeros meses, aportado por bancos oficiales y particulares, de ahí su condición de sociedad mixta; 50 millones de pesos fueron suscritos por el BCRA, el Banco de la Nación y el Banco de Crédito Industrial, y 41,5 millones de pesos por 52 bancos que respondieron a la invitación de aportar capitales. De este total, siete entidades aportaron el 80% (el Banco de la Provincia de Buenos Aires, el Banco de Italia y Río de la Plata, el Banco Español del Río de la Plata, el Banco Municipal de la Ciudad de Buenos Aires, el Banco Nuevo Italiano, el Banco Popular Argentino y el Banco de la Provincia de Tucumán)²¹. De todas maneras, en su pasivo contarán importantes redes-

¹⁸ BCBA, *Memoria Anual*, Buenos Aires, BCBA, 1947, p. 21

¹⁹ De todos modos, la participación de la industria textil en el volumen negociado permaneció reducida respecto de su participación en la economía real, en parte porque gozó de financiamiento fácil a través de créditos bancarios y de las elevadas ganancias del período.

²⁰ No existían antecedentes de una institución con estas características, salvo el Instituto Mobiliare Italiano, creado por el régimen fascista en 1931 con el fin de rescatar algunas empresas en quiebra durante la particular coyuntura de la crisis económica internacional; luego fue incorporado al holding estatal el Instituto per la Ricostruzione Industriale y asumió el financiamiento de las empresas industriales a través de la emisión de acciones y préstamos. Fue una institución clave a partir de 1947 en la reconstrucción de posguerra gestionando los recursos financieros provistos por el Eximbank.

²¹ El capital del Instituto no era menor. Basta señalar a modo de comparación que el capital con el que se había creado el Banco Industrial unos pocos años antes era el mismo. IMIM, *Libros de Actas de Directorio*, Acta 1, 29 de julio de 1947, “Se creó el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias”, en: *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, Buenos

cuentos del Banco Central, los que permiten entender el crecimiento de sus operaciones que superaron en mucho su capital integrado. La presidencia del Instituto quedó en manos de Orlando Maroglio, presidente del Banco Central y mentor intelectual de nuevo organismo. El Directorio, por su parte, quedó compuesto por representantes de los Bancos oficiales y de algunos privados.

El objetivo explícito de la nueva entidad era posibilitar la formación de un mercado de capitales a cubierto de las fluctuaciones y en el cual, en particular el pequeño ahorrista/inversor, se encontrara lo suficientemente protegido como para facilitar la inversión de capitales en apoyo de actividades industriales cuyo fomento constituían un objetivo básico del Gobierno²². Su campo de actuación era el de la regulación del mercado de valores (especialmente los emitidos por empresas privadas) y el apoyo financiero a las empresas con el fin de proveerlas del capital necesario para su desarrollo. En palabras de Orlando Maroglio:

Una de las razones básicas de la creación del Instituto fue precisamente la de facilitar a las sociedades en formación o de reciente constitución, la solución de sus problemas financieros, evitándoles recurrir a la onerosa intervención de los consorcios privados, (...) siguiendo un concepto central de la reforma bancaria: el de impulsar a la industria. En este sentido, el Banco de Crédito Industrial Argentino es el encargado de atender el crédito de habilitación y el Instituto, cumpliendo una etapa más, debe actuar como banco de financiación para facilitar el desbloqueo de préstamos bancarios y promover la incorporación de capital privado²³.

El directorio del IMIM se reunió, por primera vez, a fines de julio, no obstante, el instituto actuaba en el mercado desde el 12 de junio, dada la urgencia que había impuesto la crisis. Las compras del instituto permitieron una recuperación moderada en la cotización de los papeles en un ambiente de

Aires, junio de 1947, pp. 425-26, y *Camoati: Revista de Economía y Estadística* 86, Buenos Aires, julio de 1947.

²² Paralelamente, una mayor difusión de la propiedad accionaria permitiría hacer partícipe a un amplio sector de la población de las ganancias empresarias desdibujando los límites entre capitalistas y asalariados y eliminando de ese modo un factor importante de tensión social, uno de los más caros objetivos del gobierno peronista.

²³ IMIM, *Libro de Actas de Directorio* 1, Acta 20, 19 de julio de 1948. Estas expresiones abren dudas sobre las funciones específicas de ambos organismos, aun considerando que el Banco Industrial era una institución especializada en créditos de habilitación.

precios más estable. La cartera de valores mobiliarios ascendía al finalizar el ejercicio de 1947 a 174 millones de pesos, de los cuales 120 millones de pesos correspondían a acciones. La mejor situación del mercado posibilitó el ofrecimiento público de valores de varias empresas en los últimos meses de ese año que tuvieron buena suscripción²⁴.

Durante el transcurso del siguiente año las transacciones se incrementaron notablemente, especialmente en el sector de los valores privados (54% del monto en valor nominal, 83% del total operado en valor efectivo), cuyas operaciones se desarrollaron dentro de un ambiente extraordinariamente alcista, mientras que las sociedades admitidas a la cotización se incrementaban año a año²⁵. En cambio, el mercado de títulos públicos se mantuvo estancado²⁶. Este incremento de la inversión en papeles de empresas particulares se explicaba también por el hecho de que los inversores buscaran un refugio contra la depreciación del poder adquisitivo de la moneda, producto del acelerado proceso inflacionario. En valores nominales las transacciones alcanzaron los 310 millones de dólares, mientras que en valores efectivos superaron los 1.100 millones de dólares²⁷.

Cuatro papeles (Pesca, Globo, Dodero, Astra) concentraban la actividad del 50% del mercado bursátil en 1948. El fenómeno especulativo era advertido por algunos lúcidos analistas, dado que reflejaba "la anormalidad de nuestra bolsa que ha dejado de ser un mercado de capitales para transformarse en un lugar donde prevalece el espíritu de juego"²⁸. En particular, se habían incrementado las operaciones a término respecto a las de contado y los precios de un grupo representativo de 20 acciones prácticamente se multiplicaron por

²⁴ Por ejemplo, de Somisa, Cía. de Navegación Dodero S.A., Adot SA, CIBA, Bodegas Arizu SA, SIAT SA, Siam di Tella Ltda., CADE SA, Acindar SA, Establecimientos Textil Oeste SA. Una parte variable de las acciones colocadas en suscripción quedaba en poder del Instituto.

²⁵ BCBA, *La Bolsa de Comercio...*, cit. p. 273.

²⁶ No hubo nuevas emisiones de valores del CAI y sólo se autorizó a cotizar valores públicos correspondientes a títulos provinciales y de la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires por un monto menor. Por otra parte, la inversión de los recursos de las cajas de jubilaciones en Obligaciones de Previsión Social, 4%, permitió al Gobierno atender los gastos que debían financiarse con el producido de la negociación de títulos. Ello hizo innecesario el requerimiento de fondos al mercado por parte del Estado y además permitió cubrir la deuda de corto plazo y, anticipadamente, el Empréstito Conversión 3 ½% 1936.

²⁷ N. ERICKSSON, "The Stock Exchange", en: *Review of the River Plate*, Buenos Aires, 30 de agosto de 1969, p. 315.

²⁸ *Economic Survey*, IX, 414, Buenos Aires, 18 de enero de 1949, p. 12

1,5 durante el año²⁹. Una demostración del clima existente en la Bolsa por esos tiempos nos la da el hecho de que cuando el Banco Industrial colocó las acciones de la firma textil Adot SA “la demanda alcanzó a cinco veces lo ofrecido”, según manifestación del propio Presidente del Banco³⁰. Paralelamente, el funcionario destacaba la misión de la Bolsa en la canalización del dinero inactivo y el ahorro hacia las empresas industriales, cuyo crecimiento reclamaba aumentos incesantes de capital, para provisión de maquinarias, instalaciones y materias primas.

Durante este año, el IMIM mantuvo su intervención. Por un lado, compró títulos provinciales y de la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires para que sus cotizaciones no descendieran en demasía. También compró acciones ordinarias, durante el primer semestre, que contribuyeron a frenar algunas bajas que ocurrieron en medio del proceso de alza del período. La fuerte tendencia alcista posterior tornó innecesaria las compras y, por el contrario, el IMIM se desprendió de una parte de su cartera de acciones ordinarias y preferidas. Además, continuó con el ofrecimiento público de valores de empresas privadas y comenzó a otorgar préstamos con caución de valores mobiliarios a empresas y particulares. Por ejemplo, el IMIM tomó a su cargo la colocación de acciones de la empresa SIAT, como parte de la formación de su capital inicial, y adelantó el 80% del valor nominal en calidad de préstamo³¹.

Al cierre de 1948 el valor de su cartera de acciones denotaba un aumento de 96 millones de pesos. Por su parte, la cartera de acciones de empresas mixtas disminuyó de 34 millones de pesos a 14,6 millones no por su venta en el

²⁹ Las operaciones a plazo o a término son aquellas que se concretan en un momento y se liquidan en otro. Los motivos que dan lugar a este tipo de operaciones son múltiples. Sin embargo, frecuentemente, quien compra a término especula con un alza. Por medio de estas operaciones, se puede especular sin disponer de capital. Para evitar la rigidez de una operación que debe liquidarse en un plazo fijo existen las llamadas operaciones de pase, que consisten fundamentalmente en una prolongación de la operación a término, por ejemplo, por un mes más. El comprador a término vende al pasador (prestamista) los títulos adquiridos antes del vencimiento, al precio que rige en ese momento. Al mismo tiempo el pasador vende al mismo operador esos mismos títulos para su liquidación al fin del mes subsiguiente, al precio de compra más el interés. La misma operación puede hacerse en un sentido inverso. Véase una descripción de época al respecto en JUAN ALEMANN, *La inversión bursátil*, Buenos Aires, Selección Contable, 1962.

³⁰ BCIA, *Libro de Actas de Directorio* 9, folio 219.

³¹ MARCELO ROUGIER, “Industria y peronismo: la fábrica de tubos de Siam Di Tella SA (1948-1955)”, en: *Estudios Ibero-Americanos* 34 (2), Porto Alegre, Pontificia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, 2008, p. 82.

mercado, sino por el rescate de las acciones de la EMTA³². También el IMIM financió buena parte de las operaciones de compra a término de acciones ordinarias que habían adquirido fuerte presencia dentro de las operaciones bursátiles y otorgó préstamos directos a empresas y particulares con caución de valores mobiliarios cotizados en la bolsa con redescuentos del BCRA, que a fines de año superaban los 400 millones de pesos³³.

La especulación desenfrenada a término no provocaba inconvenientes serios en tanto el mercado se hallara en suba pero eran inevitables si se producía una baja. En los últimos meses de 1948, el optimismo fue dejando paso a la preocupación de bolsistas y funcionarios. Varios elementos habrían de conjugarse por ese entonces para que la “chispa” incendiase el recinto de las operaciones bursátiles y el crac sobreviniese como algo inevitable, aún con la presencia de un importante mecanismo regulador del Estado. La gestión del IMIM no modificó las características principales de las transacciones del mercado, donde las acrecentadas operaciones en acciones “especulativas” le imprimían su tónica.

LA CRISIS DE LOS “VALORES”

El desvanecimiento del mercado bursátil

En el segundo semestre de 1948, se presentaron los primeros síntomas de las modificaciones operadas en los mercados internacionales de materias primas y alimentos. En efecto, los países europeos, avanzados en su reconstrucción, se acercaban a los niveles de producción de preguerra, incluido el desarrollo de la producción de alimentos para su propio consumo. Paralelamente, intervenía Estados Unidos en el comercio internacional con considerables excedentes exportables colocados mediante el sistema de préstamos del Plan Marshall. El fenómeno se manifestó en una drástica caída de la demanda para las exportaciones argentinas. Como resultante de este conjunto de factores se hizo evidente, para los últimos meses del año, que la situación era muy complicada en el frente externo, a lo que se sumó un nuevo problema en el frente interno: el aumento de los precios. Las respuestas de las autoridades nacionales

³² En marzo de 1948 el PEN dispuso el retiro de la personería jurídica de la EMTA y la nacionalizó, estableciendo el rescate de las acciones de capital no estatal y de los debentures en circulación. Operación que realizó el IAPI con un crédito proporcionado por el BCIA.

³³ VICTOR SERGUE, “La evolución del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias”, en: *Revista de Sociedades Anónimas* 2 y 3, Buenos Aires, enero de 1955.

fueron ortodoxas y se encaminaron a contener la inflación, reduciendo los gastos de capital y los subsidios a las empresas del Estado. Además, se aplicaron mayores restricciones a las importaciones con el propósito de recuperar la solvencia en el sector externo.

A fines de octubre de 1948, el Banco Central impulsó medidas tendientes a detener la inflación que complementaba otras disposiciones del Consejo Económico Nacional (decreto 33.425/48)³⁴. Los bancos debían suspender los préstamos de carácter especulativo, se disminuían los límites de redescuento y se aumentaba un punto los tipos mínimos de interés. La primera de estas medidas estaba destinada a “combatir uno de los más importantes focos del proceso inflacionario” y la segunda, disminuía el circulante, quitando poder de compra a las masas consumidoras y aliviaba la presión sobre la demanda de bienes de consumo³⁵. En el caso específico de los préstamos destinados a actividades industriales, los Bancos no podían, en adelante, considerar nuevos pedidos de créditos para la instalación de industrias en formación o para la ampliación de las existentes. También se dispuso la limitación de las emisiones de acciones o debentures. La excepción estaba considerada si eran industrias de interés nacional o que ingresaran al país trayendo el personal necesario. Esta última modificación implicó el cese de las colocaciones públicas de acciones que venía realizando el Instituto Mixto, que además debió suspender nuevas concesiones de préstamos. A mediados de diciembre, el IMIM ensayó una reducción de la financiación de pases con lo que se esperaba “evitar bruscas oscilaciones [...] en la plaza de valores, encarando a la vez medidas antinflacionistas”³⁶.

Existía consenso en torno a que “la primera etapa de la revolución económica ha sido ya cubierta [...] cabe proceder al reajuste” encareciendo el dinero y “dejando a salvo aquellas actividades productivas de reconocida importancia social a las que se puede fomentar mediante préstamos especiales”³⁷. Las

³⁴ Estas hablan establecido, entre otras cosas, que el sistema bancario oficial no autorizaría la colocación o la absorción de bonos, títulos, etc., de las provincias o municipalidades. El propósito era controlar y limitar la utilización del crédito para financiar déficits de presupuestos oficiales.

³⁵ “Comentarios económicos financieros”, en: *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, 38, 23, marzo-junio de 1950.

³⁶ IMIM, *Libro de Actas de Directorio* 30, 14 de diciembre de 1948. Como se verá, esta reducción sería luego eliminada en función de poder sobrellevar las dificultades ocasionadas por el derrumbe bursátil.

³⁷ Esta era la opinión vertida por JOSÉ MARÍA RIVERA, “Reajuste Económico”, en: *Hechos e Ideas* VIII y XIII, Buenos Aires, junio de 1948, pp. 450-52.

disposiciones restrictivas anunciaban “paños fríos” para la economía, menor liquidez y por tanto menores posibilidades de expansión de los negocios. Si bien la liquidez general de la economía no determina en forma directa el monto de los fondos que se invierten en la Bolsa, las señales eran fuertes para un mercado tan sensible que se había expandido a la par que aumentaba el crédito a las empresas industriales, lo que tendría sentido si gran parte del crecimiento bursátil era especulativo o si gran parte del crédito al sector industrial no tenía destino de inversión y se canalizaba a la especulación, o por ambas razones a la vez.

A fines de enero de 1949 la búsqueda de soluciones a la crisis planteada provocó un recambio de autoridades que llevó a Alfredo Gómez Morales como reemplazante de Miguel Miranda, sobre el que sobrevolaban acusaciones de corrupción³⁸. El martes 18 de enero, los rumores sobre el recambio en el gabinete, en el contexto de incertidumbre en el que había caído la economía peronista generaron un profundo temblor en la bolsa y los precios se derrumbaron abruptamente. Casi todas las acciones de empresas importantes cayeron y mucho más lo hicieron aquellas acciones consideradas “especulativas” como lo eran las de SA Destilerías, Bodegas y Viñedos “El Globo” Ltda., y las correspondientes a la Compañía Argentina de Pesca. Ambas empresas contaban con los favores del gobierno, en especial de Miguel Miranda. El Presidente de Pesca era Alfredo Ryan, quien había hecho rápida fortuna en operaciones bursátiles, en el exterior primero y en la bolsa de Buenos Aires luego, y con la que había comprado buena parte del paquete accionario de El Globo. La Cía. Argentina de Pesca había recibido importantes créditos del BCIA para instalar una factoría flotante en 1948, tenía un capital de 10 millones de pesos y debía al Banco casi 18 millones de pesos, información que indudablemente debe haber estimulado las transacciones de estas acciones y la suba de sus precios, así como las exenciones impositivas especiales y los tipos de cambio preferenciales que gozaba³⁹. El jueves la crisis continuó y “el público se desembarazó

³⁸ Fuertes rumores de corrupción rodeaban a la gestión de Miranda. Pocos meses antes, la prensa se había hecho eco del “caso SILPA”, una falsa empresa italiana que había obtenido importantes créditos del BCIA.

³⁹ El apoyo oficial a la Cía. Argentina de Pesca era parte de un proyecto de formar una flota de barcos para la caza de ballenas en aguas antárticas, que incluía la construcción en astilleros británicos de un barco factoría, cuyo nombre era “Pte. Perón”, de dimensiones inusitadas. Sobre este tema y la vida de Alfredo Ryan véase el minucioso artículo de ROGELIO GARCÍA LUPO, “Los balleneros de Perón. El testamento de Ryan”, en: *Clarín*, Buenos Aires, 18 de junio de 2000. Según Juan Carlos Martiarena, el “asunto” Pesca por el que “tantos afortunados ganaron plata por kilos costó al Banco Central la pérdida de dos de sus mejores y más honestos

de lo que había atesorado con fines especulativos como si quisiera sacarse de encima billetes falsos⁴⁰.

Los ahorristas/inversores y los comisionistas resultaron muy afectados. Estos últimos no sólo no podían cobrar sus comisiones, sino que, al haber concedido préstamos para transacciones a crédito, no podían recuperarlos por la mala situación de sus clientes. La crítica situación mejoró cuando el IMIM anunció poco después del mediodía del viernes que concedería 50 millones de pesos en créditos para cubrir las deudas de los comisionistas, noticia que fue recibida con aplausos por parte de los comisionistas y socios que se hallaban en el hall de la Bolsa⁴¹. Sin embargo, la baja iniciada a fines de enero, que afectó básicamente a los papeles “especulativos” o de “oscilaciones fuertes” como las llamaba el IMIM (Pesca y Globo, Astra, Banco Hogar, Negra Rey, Piccardo, Puerto San Nicolás, Puerto Gastre y Sol de Petróleo), continuó con mayor fuerza en febrero arrastrando a todos los valores sin excepción con una rapidez y violencia que reconocía pocos antecedentes en la historia de las actividades bursátiles. El día 16 los Comisionistas de Bolsa decidieron no anotar operaciones en pizarra de Globo y Pesca a precios inferiores al cierre del día anterior y resolvieron realizar para la siguiente rueda una prefrontación de las operaciones de fin de mes con el objeto de conocer, lo más aproximadamente posible, cuál sería la situación de los comisionistas.

La congelación de precios de las acciones de estas dos compañías mereció una severa nota por parte del IMIM, en la que censuraba el temperamento adoptado sin previa consulta y destacaba que las operaciones debían mantenerse dentro de las características de “mercado libre”. Luego de algunas

funcionarios —Julio Alizón García y Roberto Verrier— y constituyó la primera demostración del “nuevo estilo” que se imponía en la Institución. Esos funcionarios habían aconsejado, con abundante razonamiento, que no se otorgase la preferencia” de los tipos de cambio a esa compañía. Véase BCRA, *Testimonio de Juan Carlos Martiarena*, Buenos Aires, 1956, p. 37

⁴⁰ *Review of the River Plate*, 28 de enero de 1949. Es interesante señalar cómo la propia Bolsa describe los acontecimientos desde la visión retrospectiva que le ofrecen los últimos años del gobierno peronista: “En momentos en que nada hacía sospechar un cambio repentino, ya que, según las referencias diarias recogidas a través de la prensa y de la palabra de las altas autoridades, la situación del país seguía siendo cada vez más floreciente, bastó un simple acontecimiento político, inesperado y sin aparente razón de trascendencia (cambios ministeriales, con el alejamiento de los Presidentes del Banco Central y del Consejo Económico Nacional, para que el mercado de valores sufriera una caída vertical incontrolable, especialmente en las acciones de Pesca y Globo”; BCBA, *La Bolsa de Comercio...*, cit., p. 278. Como se ve, el incremento de la especulación y la crisis real de la economía hacia fines de 1948 es desconocida en esta presentación donde se adjudica la causa a razones “inexplicables”.

⁴¹ *La Prensa*, Buenos Aires, 22 de enero de 1949.

reuniones entre las autoridades del Banco Central y los representantes de la Bolsa, se llegó al compromiso de que el IMIM defendería los papeles dentro de un cierto nivel de precios próximo al que había correspondido al cierre del día 16. Sin embargo, “la confrontación de saldo hecha el día sábado 19 reveló una situación caótica, por las dificultades que numerosas firmas de comisionistas expresaban tener para poder afrontar las liquidaciones, ante la falta de cumplimientos y garantías de algunos comitentes”⁴².

El 24 las autoridades del Banco Central expidieron el siguiente comunicado:

Con la conformidad del Consejo Económico Nacional, el señor Secretario de Finanzas de la Nación y Presidente del Banco Central de la República Argentina ha dispuesto las siguientes medidas [...] con el propósito de saneamiento de las prácticas bursátiles y para combatir la especulación que ha venido perjudicando seriamente el desenvolvimiento normal de las transacciones en valores mobiliarios, resuelve que, a partir de la fecha, en todas las operaciones a término será necesario un margen de garantía del 50% del monto de la operación, excepto en las transacciones de acciones de la Compañía Argentina de Pesca y El Globo SA en que dicha garantía deberá ser del 100 % [...] A fin de facilitar la liquidación regular de las operaciones del presente fin de mes y frente a la situación de emergencia que le ha sido planteada por las autoridades de la BCBA y del Mercado de Títulos de la misma, resuelve elevar a \$120.000.000 el importe que el IMIM destinará a financiar las operaciones a término que vencen mañana⁴³.

Luego de la segunda rueda, el Presidente de la Cámara de los Comisionistas reunió al gremio a fin de explicarle los alcances de las medidas y pidió su colaboración:

De los cálculos y confrontación realizados por cada Comisionista sobre el monto que necesitarán para tener completa liquidez, ha quedado evidenciado que, cubiertos los pagos del mencionado comitente, se necesitan aproximadamente 66 millones de pesos. Es lo que resulta del informe que las autoridades han recibido de Uds. sobre la situación para este fin de mes. Las autoridades tienen la satisfac-

⁴² BCBA, *La Bolsa de Comercio...*, cit., p. 280.

⁴³ Citado en: *ibidem*, p. 281.

ción de poder ofrecer la totalidad de los medios de pago para hacer efectiva esa diferencia [...] Creo que la liquidación se va a ir desarrollando normalmente. Los problemas los pueden crear los comisionistas que no tengan liquidez. A esos señores les rogamos hacerlo conocer a las autoridades; pero también es necesario que los que puedan adelanten. Debemos ayudarnos⁴⁴.

Pero los comitentes no cumplían con sus compromisos, obligando a los comisionistas a entrar en mora con el Mercado. En tales circunstancias, se solicitó al BCRA autorización para prorrogar el vencimiento del plazo ya que, hasta ese momento, quedaba un importante número de agentes sin poder liquidar totalmente sus operaciones, lo que daría lugar a la suspensión inmediata de los comisionistas, lo cual se deseaba evitar por todos los medios. “Para suerte de todos” en la segunda semana de marzo el Mercado dio término a la liquidación de febrero. Y se hizo llegar una nota a las autoridades del BCRA, en la que se destacaba la intervención financiera del IMIM.

Los valores gradualmente se recuperaron por las compras masivas del Instituto Mixto. Sin embargo, para los primeros días de marzo, cuando eran firmes los signos de que el epicentro había pasado —aunque no así los temblores y sacudidas— las cotizaciones indicaban con crudeza el golpe sufrido: “Desde el 17 de enero, (sobre un promedio de 376) Alpargatas había perdido un total de 75 puntos, Bagley 82, La Cantábrica 58, Celulosa 46, Fabril Financiera 66, Ferrum 51, Molinos Río de la Plata 75, Piccardo 79, y así sucesivamente. El Globo y la Compañía Argentina de Pesca ya no cotizaban.”⁴⁵

Economic Survey reseñaba el quebranto en los siguientes términos:

[...] la valuación del capital de las 10 acciones especulativas ha declinado de \$1.132 a 360 millones; dicho de otro modo, en el término de dos meses la valuación ha decrecido en alrededor de dos terceras partes para el conjunto de las 10 compañías. En el caso de las dos más sobresalientes la valuación actual es aun menor, o sea, de un 25% solamente en el caso de El Globo y de poco más de 20% en el de Pesca [...] es de suponer que la valuación debe llegar a por lo menos \$1.500 a 2.000 millones, si no más, para todo el mercado. El *quebracho* es sencillamente pavoroso y tiene que influir sobre nuestra vida económica en todos sus aspectos⁴⁶.

⁴⁴ BCBA, *ibidem*, p. 282.

⁴⁵ LEWIS, *op. cit.*, p. 243.

⁴⁶ *Economic Survey*, 8 de marzo de 1949, p. 2.

Cuadro 1
Precios Acciones Ordinarias “Pesca” y “Globo”
 Enero 1949 (2da y 3ra semanas)

	10-1	11-1	12-1	13-1	14-1	17-1	18-1	19-1	20-1	21-1
Globo	301	300	317	328	328	340	306	317	263	260
Pesca	367	375	381	387	383	382	350	360	290	270

Febrero 1949 (días seleccionados)

	01-2	08-2	21-2	24-2	25-2
Globo	280	246	-	-	140
Pesca	298	250	-	-	170

Fuente: Elaboración propia sobre la base de La Prensa, enero y febrero de 1949

La intervención estatal durante la crisis

Resulta prácticamente imposible separar la dinámica de la crisis y su “solución” del accionar del IMIM. De todas maneras, trataremos de analizar con mayor detalle la operatoria desplegada por ese Instituto durante los meses en que más fuerte golpeó la crisis en la Bolsa. En primer lugar, un dato significativo surge de las Actas de Directorio de la Institución: entre mediados de enero, inicio de la crisis, y principios de marzo, control de la caída, el Directorio no se reunió ninguna vez. En efecto, el 4 de marzo se llevó a cabo la primera reunión, luego del derrumbe de las cotizaciones, presidida por el flamante Secretario de Finanzas y titular del Instituto Alfredo Gómez Morales⁴⁷. Esto es,

⁴⁷ Asistieron a dicha reunión el Subsecretario de Finanzas y Vicepresidente del IMIM, Juan Honorio Bosio, los directores Eugenio Castelli, Rodolfo Garello (nuevo presidente del BCIA y quien fuera nombrado en la misma reunión vicepresidente 2do. del IMIM considerando “la mayor afinidad que existe entre las actividades del Banco de Crédito Industrial Argentino y las del Instituto”), Eduardo Grané, Arturo Jauretche, Mario Martínez Casas (nuevo

la Institución como tal no resolvió ninguna medida sino que su acción se llevó a cabo con directivas emanadas por el Consejo Económico Nacional, que posteriormente sus directores refrendaron. En la reunión, Gómez Morales señaló que, dado el proceso de la baja de cotizaciones que acababa de experimentar la Bolsa, debieron adoptarse "urgentes medidas y encarar, con la conformidad del Consejo Económico Nacional, una firme política de compra, que permitiera mantener en niveles razonables los precios de los papeles de inversión"⁴⁸. La acción desarrollada en tal sentido se refleja fielmente en la dimensión de las cifras puestas en juego en esos momentos críticos.

El Instituto realizó entre el 12 de enero y el 28 de febrero de 1949 las siguientes operaciones:

Cuadro 2
Compras y ventas del IMIM, enero-febrero de 1949

	Compras (en millones de \$)	Ventas (en millones de \$)
Valores de Empresas Privadas		
Ordinarias	60,5	2
Preferidas	6	-
Ingreso por suscripción, por Dividendos y por Saldos no colocados	3,2	-
Valores de Empresas Mixtas	1,5	0,5
Títulos Provinciales y Municipales	14,5	0,6
Financiación de Pases		
(con el Mercado de Títulos y Cambios y con comisionistas)		100 millones

Fuente: elaboración propia sobre la base de IMIM, *Libro de Actas de Directorio*, Acta 33, 2 de marzo de 1949.

presidente del Banco de la Nación) y Francisco Roncoroni. Esta reunión era clave porque al no haberse reunido el Directorio, el Presidente debía informar sobre las operaciones del Instituto entre el 14 de enero y el 28 de febrero, fechas que incluían los momentos más críticos de la crisis. Sin embargo, el primer tema tratado fue curiosamente la renuncia del gerente general del Instituto, quien, al parecer, buscó un buen momento para jubilarse.

⁴⁸ IMIM, *Libro de Actas de Directorio*, Acta 33, 2 de marzo de 1949.

Las intervenciones del IMIM en estos dos meses representaron más del 10% del total efectivo negociado en acciones durante el mismo período. Pero más allá de la ponderación del monto, su intervención debe valorarse por el “impacto psicológico” que provocaba su actuación al “tocar” unos pocos papeles privados.

Por su parte, la posición neta general en valores mobiliarios del Instituto al cierre de febrero presentaba las siguientes cifras:

Cuadro 3
Tenencias del IMIM en febrero de 1949

Valores	en millones de pesos
Acciones ordinarias	192
Acciones preferidas	65
Acciones de empresas mixtas	16
Títulos provinciales y municipales	168
Obligaciones	2
Valores extranjeros	12
Total	455

Fuente: IMIM, Libro de Actas de Directorio, Acta 33, 2 de marzo de 1949

Un total bastante superior a la cartera de 370 millones de pesos que tenía al comenzar el año e indicador importante de la cada vez mayor presencia del Instituto como tenedor accionario, sobrepasando ampliamente el límite de 100 millones fijado inicialmente y equivalente a su capital autorizado⁴⁹.

⁴⁹De todas maneras, al finalizar el año 1949 el crecimiento de la cartera sólo fue de 97 millones de pesos, sumando un total de 467 millones de pesos, debido, en parte, a la transferencia que realizó al IAPI de las acciones de la Cía. Argentina de Navegación Doderó SA. En este caso, el BCIA concedió los fondos al IAPI para que comprara las acciones que tenía el IMIM, quien resultó con pérdidas por la operación, debido a la caída de los precios. Como se ve, esto era parte de una enmarañada organización administrativa y contable en la que

Luego de analizar la magnitud de la baja de las acciones consideradas de “especulación” y de las “de inversión” “que son aquellas en las que únicamente ha operado y lo seguirá haciendo este Instituto”, Gómez Morales informó al Directorio las conclusiones a las que había arribado el Consejo Económico Nacional: 1) que no era aconsejable defender a todo trance el nivel de precios que prevalecía a principios de febrero, porque hubiera sido necesario comprometer una masa de fondos de extraordinaria magnitud, sin conseguir con ello la seguridad absoluta de mantener precios estabilizados. Además, esta actitud contraponía la declarada intención de contener los factores inflacionarios, considerada de alta prioridad; 2) que era adecuado sostener el mercado mediante compras moderadas y a precios escalonados que permitiría, en el tiempo, la adaptación de las cotizaciones a nuevos niveles, acordes con las condiciones generales y que, en definitiva, el Instituto debía sostener firmemente en el mercado⁵⁰.

Como vimos, este nivel se estimó alcanzado el 18 de febrero después de haber comprado alrededor de 30 millones de pesos en acciones ordinarias y sin haber realizado venta alguna, lo que debió hacerse para suavizar el proceso de baja que se venía produciendo. A partir de esa fecha, el Instituto no permitió que las cotizaciones descendieran de esos para las 18 acciones ordinarias de mayor importancia, para lo cual se incorporaron a la nómina original nueve sociedades anónimas “de las más sólidas y de buen mercado, que aún no figuraban”⁵¹.

Esa política de defensa de las cotizaciones —que obligó a efectuar compras por alrededor de 50 millones de pesos durante el mes de febrero, importe nunca alcanzado desde la creación del Instituto en un mes— determinó que el valor de costo medio de la cartera de acciones ordinaria resultase superior en 25 millones al de las cotizaciones bursátiles. De todas maneras el Instituto consideraba que no tenía ninguna necesidad (ni se lo proponía) de liquidar su cartera a los precios mínimos de Bolsa.

Además, el IMIM acordó un préstamo por 55 millones de pesos al comitente Alfredo Ryan amortizable en 12 cuotas mensuales consecutivas⁵². En

ningún organismo parecía tener bien especificadas sus funciones dentro del “Sistema del Banco Central”.

⁵⁰ IMIM, *Libro de Actas de Directorio*, Acta 3, folio 7, 4 de marzo de 1949,

⁵¹ IMIM, *ibidem*.

⁵² *Economic Survey* acusó al gobierno y la Bolsa de permitir la especulación y luego proceder al “salvataje”: “[...] una sola persona, presidente de dos sociedades cuyas acciones fueron las más afectadas por el derrumbe ha solicitado 53 millones de pesos para realizar

garantía se recibieron más de 105 millones (valor de mercado) en acciones cotizadas y fondos públicos, además de otros papeles y créditos. A principios de marzo Ryan, quien quedó inhibido de intervenir en operaciones bursátiles en valores privados durante todo el plazo del préstamo, había utilizado ya casi 30 millones de pesos para cancelar diferentes obligaciones con el Mercado y para levantar un préstamo del Banco Español que, con garantía de acciones, había contraído con anterioridad. Esta fue una medida clave a la hora de tonificar, en parte, el ánimo de los comisionistas, puesto que ponía de manifiesto que, por lo menos, el principal comitente afectado contaba ya con los fondos necesarios para cumplir sus compromisos con un gran núcleo de corredores con quienes tenía obligaciones⁵³.

A fines de febrero, tomadas ya estas medidas, la BCBA envió la siguiente nota a Alfredo Gómez Morales solicitando mayor ayuda:

[...] el Mercado de valores se ve abocado a una evidente falta de liquidez para practicar las liquidaciones de las operaciones correspondientes al mes en curso [...] Las bajas sufridas en determinados papeles motivó la ausencia de compradores, para los tenedores de dichos valores que debían descongestionar la posición de fin de mes, pese a la activa intervención del IMIM que salió a

pases. Quiere decir que pide una tercera parte del valor atribuido por el IMIM al conjunto de las acciones ordinarias de las dos sociedades. ¿Cómo es posible que una especulación de tan enorme magnitud, y en las propias acciones de las entidades que preside, pueda haber pasado desapercibida, sin que las autoridades de la administración pública, del Mercado de Títulos y de la Bolsa hayan intervenido? ¿Acaso ignoran que en el artículo 343 del Código de Comercio se dispone que los administradores y directores (de las sociedades anónimas) [...] en ningún caso pueden negociar, prestar o entregar cantidad alguna sobre las acciones emitidas por la sociedad". *Economic Survey*, IX, 418, 8 de marzo de 1949, p. 4

⁵³ El préstamo a Ryan fue refinanciado parcialmente a su vencimiento, momento en el que debía aún 30 millones de pesos, dado que la tendencia a la baja de las cotizaciones impedían colocar los valores caucionados por parte del IMIM con el fin de hacer frente a la deuda. Además, el Instituto le permitió ejercer sus derechos como titular de las acciones que tenía caucionadas en la asamblea de accionistas de la Cía. Argentina de Pesca. Por otra parte, el BCIA entregó a esta empresa un préstamo de tres millones de pesos el 25 de enero de 1949 por decisión del presidente del Banco, Rodolfo Garello, a su vez vicepresidente del IMIM. En abril, otorgaría un nuevo crédito para cancelar viejas deudas por 15 millones de pesos. Posteriormente, ante el no pago y el retiro del apoyo oficial al proyecto, el Banco suspendió toda nueva entrega de fondos. Se argumentaba que las actividades de la Cía. Argentina de Pesca lesionaban la soberanía Argentina puesto que la empresa reconocía el derecho inglés sobre los mares de la zona de Malvinas y Antártida. BCIA, *Libros de Actas de Directorio*, años 1948-1949 y *Libro de Actas Reservadas*, Acta 474, complemento reservado, asunto 7, folio 28 y ss, 21 de marzo de 1950.

la plaza como comprador de las acciones mejor conceptuadas para una segura inversión, con lo que facilitaba sustancialmente los medios de pago de todo aquel que debía aportar la diferencia entre los precios de compra y los de plaza. La evidente imprudencia de clientes y operadores en tomar posiciones que ante los precios de baja carecerán de efectivo disponible, demuestran la circunstancia insalvable de poder practicar la liquidación de fin de mes, sin no se aporta un mayor crédito para el pase de acciones, ya que resulta, por otra parte, imposible vender en un mercado desmoralizado. [...] Por ello consideramos indispensable que concurra el IMIM con las sumas necesarias a fin de evitar graves consecuencias [...] llevando también nuevamente al ánimo de los inversores, hoy hondamente deprimido, el necesario optimismo que los aliente a cumplir con sus compromisos y elevar la tónica del Mercado en beneficio general³⁴.

Como respuesta, el IMIM otorgó un nuevo préstamo al Mercado de Títulos cercano a los 40 millones de pesos.

¿El fin de la crisis?

Por decreto 12.793/49, el gobierno nacional estableció un conjunto de disposiciones destinadas a sanear las prácticas bursátiles, reglamentándose efectivamente lo dispuesto en 1946. La reforma del estatuto de la BCBA contemplaba, entre otras medidas, que los mercados de valores adoptasen la forma de sociedades anónimas y permitieran únicamente la cotización y negociación de las partidas de valores mobiliarios autorizados por al Comisión de Valores, garantizando con su patrimonio el cumplimiento de todas las operaciones que se realizaran en sus ruedas. Además, se estipulaba la constitución de un fondo de garantía constituido, entre otros recursos, con el 50% de las utilidades anuales. Estas medidas garantizaban las transacciones bursátiles y possibilitaban acumular reservas para poder afrontar las situaciones de crisis.

También se regularon las actividades de los comisionistas; se les prohibía registrar operaciones que no se correspondiesen a una negociación real, vender por cuenta propia valores de los que no fueran propietarios en el momento de la venta, etcétera. En cuanto a las operaciones a plazo, se estableció un régimen de garantía que actuaría en función directa de las oscilaciones de los respec-

³⁴ Transcripta en IMIM, *Libro de Actas de Directorio*, Acta 3, folio 17, 4 de marzo de 1949.

tivos papeles, con relación al precio promedio de cotización en los últimos tres años. La reglamentación de las operaciones a plazo y las de pase fue tan estricta que, prácticamente, quedaron eliminadas⁵⁵.

Por su parte, la Comisión de Valores aprobó en mayo un conjunto de orientaciones que debían tener en cuenta las empresas que se propusieran cotizar sus valores en la Bolsa: poseer una buena situación económico-financiera, evitar acciones que pudieran debilitar su estabilidad, y se buscó impedir que se llevaran a cabo revaluaciones y capitalizaciones de reservas más allá de ciertos límites, etcétera.

En un importante sentido, la crisis bursátil había cambiado el panorama y un observador señalaba algunos años después que en esos momentos

ya no se veía la intervención estatal como un avance del poder público sobre una actividad privada [...] No. Por el contrario, el Estado debía intervenir para defender los intereses respetables de los inversores que invierten sus ahorros en la Bolsa y de las empresas que colocan sus títulos en ella, rodeando a las operaciones de la máxima seguridad y seriedad⁵⁶.

De todas maneras, la directiva del Consejo Económico Nacional era que a futuro se procurara disminuir el grado de intervención del Instituto en la compra y venta de acciones ordinarias, puesto que su actuación demasiado frecuente en la Bolsa no se consideraba “aconsejable”⁵⁷.

Mientras tanto las dificultades para la liquidación de gran cantidad de posiciones de “pases” prorrogadas desde febrero de 1949 influían negativamente al mercado. “La disminución de montos operados, especialmente en el rubro acciones, denotaba con claridad el retraimiento de inversores castigados por el crac. Las continuas bajas alejaban del mercado las posibilidades de nuevos inversores” y continuaban los movimientos especulativos⁵⁸.

⁵⁵ BCRA, *Memoria Anual*, 1949, p. 87 y JUAN ALEMANN, *La Bolsa. Técnica de la operación bursátil y análisis del Mercado de Acciones de Buenos Aires*, Buenos Aires, Selección Contable, 1956, p. 50

⁵⁶ RAFAEL ARIZA, “Los mercados de valores”, en: *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, enero-diciembre de 1957, p. 34.

⁵⁷ IMIM, *Libro de Actas de Directorio*, Acta 33, 27 de julio de 1949. Se estimaba más adecuado fijar periódicamente, para todas las acciones de la cartera del Instituto, valores mínimos que serían sostenidos por el Instituto y valores máximos, ampliamente separados de aquellos, a los cuales se colocarían las existencias de acciones ordinarias.

⁵⁸ BCBA, *La Bolsa de Comercio...*, cit., p. 293.

En mayo, el Vicepresidente del IMIM declaraba que no habían podido cumplirse las previsiones

con respecto a los precios mínimos de regulación, que se estimaron estables oportunamente, frente a una cantidad de ventas desproporcionada, atribuible a posibles maniobras con valores del llamado "Grupo Fabril Financiera". Las ventas fueron de hasta 20 mil acciones por rueda [...] El mantener el primitivo nivel de precios se hubiera conseguido a costa de aumentar extraordinariamente las inversiones del Instituto, [...] lo que está en contra de la política general que se sigue en la materia [...] En general, al bajar moderadamente los límites de compra, cesaron las ventas⁵⁹.

Cuadro 4
Compra – Venta de Acciones Ordinarias por parte del IMIM,
durante 1949
(Importes mensuales efectivos, en millones de pesos)

	Meses	Compras	Ventas	Ingresos netos – egresos netos
	Enero	10,7	4,8	5,9
En Bolsa	Febrero	52,3	0	52,3
	Marzo	7,1	4,6	2,5
	Abril	41,9	0	41,9
	Mayo	* 84,5	0	84,5
	Junio	11,9	0,1	11,8
	Julio	13,4	0	13,4
	Agosto	2,2	0	2,2
	Septiembre	0,9	21,8	-20,9
	Octubre	1,1	0,6	0,5
	Noviembre	4,1	0	4,1
	Diciembre	21,1	0	21,1
	Total	251,2	31,9	219,3

⁵⁹ IMIM, *Libro de Actas de Directorio*, Acta 37, 13 de mayo de 1949.

	Compras directas	♦1,1	0	1,1
Otros	Suscripciones	1,2	0	1,2
Conceptos	Dividendos	3,8	0	3,8
	Transferencias	0	•142,5	-142,5
	Total General	257,3	174,4	82,9

Fuente: IMIM, *Libro de Actas de Directorio*, Anexo al Acta del 31 de diciembre de 1949.

* Esta cifra incluye compras en acciones del Grupo Dodero, por 43 millones de pesos.

♦ Acciones Sansinena compradas a Alfredo Ryan.

• Acciones del Grupo Dodero transferidas al IAPI.

Claramente, la irrupción del Instituto en el mercado creaba distorsiones que bien podían ser aprovechadas para las operaciones especulativas. Esta situación fue advertida en el mismo momento por los editores de *Camoati*, una publicación especializada en temas bursátiles, quienes señalaron que “[...] en el caso en que el IMIM suspendiera sus compras, no es fácil encontrar otro comprador en la plaza, y por lo tanto es aconsejable aprovechar la oportunidad ofrecida por el único comprador, cuando se necesita realizar los títulos poseídos”⁶⁰. Durante todo el año, el mercado se mantuvo muy deprimido y la tendencia vendedora de principios de año continuó, por lo que el Instituto intervino moderadamente tendiendo con ello a “entonar” el mercado.

El total de las transacciones bursátiles registró una caída de casi un 30% y el volumen de negocios en valores privados retrocedió a los niveles de 1947, a la par las operaciones en valores públicos permanecieron en baja. Las caídas más fuertes al finalizar el año se registraron en aquellas acciones que componían el grupo de las llamadas “especulativas”, mientras que las consideradas de “inversión estable” también cayeron, aunque en menor medida. Las operaciones a plazo, de gran expansión en años anteriores y que habían representado casi el 60% de las transacciones en enero de 1949, prácticamente, desaparecieron hacia el último trimestre.

⁶⁰ *Camoati* 108, mayo de 1949.

Cuadro 5
Promedios de precios Acciones Ordinarias 1948-1949

Períodos	de 15 acciones ⁽¹⁾		de 5 acciones ⁽²⁾	
	1948	1949	1948	1949
1er. Trimestre	325,47	367,88	486,79	764,16
2do. Trimestre	351,51	321,93	620,91	524,03
3er. Trimestre	345,98	302,51	797,07	493,76
4to. Trimestre	375,95	320,69	1.010,97	425,44

Fuente: BCRA, *Memoria Anual*, 1949.

Referencias: (1) Consideradas de inversión estable (2) Componen el grupo de las llamadas "especulativas".

1949-1952, LA PERTINACIA DE UNA LARGA AGONÍA

La brutal crisis bursátil comenzada en enero de 1949 y acentuada durante el transcurso de ese año continuó con particular profundidad en 1950, para prolongarse, al menos, hasta avanzado el año 1952. Ciertamente, en un primer momento, la liquidación constante y, a la vez, dificultosa de las posiciones de "pases" sucesivamente prorrogadas afectó profundamente a una plaza retraída por los efectos del traumático crac, que alejó, casi indefinidamente, a buena parte de los ahorristas que se habían acercado al mercado de valores en busca de una colocación que permitiera sostener el valor de su dinero. La caída de las transacciones y precios de los valores era particularmente notoria para los papeles privados y las sucesivas bajas no hacían más que profundizar en un círculo vicioso el proceso recesivo que alejaba a los ahorristas "genuinos". El incremento inflacionario acentuado durante estos años constituía un efecto adicional que deprimía aún más las operaciones al liquidar las capacidades de ahorro de los potenciales inversionistas y limitar el pago de dividendos en efectivo por parte de las empresas que necesitaban cada vez más capitales para su evolución normal.

En 1950 el volumen de operaciones registradas fue similar al de 1945. Pero, considerando que en aquel año cotizaban en Bolsa acciones de 165 sociedades anónimas con un capital de 1.610 millones de pesos y en 1950 lo hacían 260 sociedades con 3.500 millones de pesos, lo transado en ese último año

resulta aún mucho menos significativo. En la notable contracción del volumen negociado durante 1950 (un 57% respecto al año anterior) influyeron una serie de factores; algunos de ellos propios de la dinámica bursátil, y otros relacionados con la situación económica: la persistencia de efectos negativos de la crisis del año anterior; el pago de los dividendos en acciones y la venta de valores por parte de las empresas que no pudieron cubrir sus necesidades financieras; la restricción del crédito bancario y el aumento de los costos de reposición.

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

A fines de 1951, se publicó el reglamento relativo a las disposiciones de la ley 13.925 sobre el régimen aplicable a las sociedades de capital en materia de impuestos a los réditos. En adelante, los accionistas no debían incluir dividendos percibidos ni estaban obligados a consignar en la declaración anual del patrimonio los capitales invertidos en acciones. Tampoco el aumento de patrimonio que surgía de ventas de valores mobiliarios estaba sujeto al impuesto a las ganancias eventuales. Estas medidas delineaban el “anonimato” absoluto a los tenedores de acciones de sociedades anónimas y pretendían estimular las inversiones para revertir la inercia negativa que se había apoderado del mercado. Las disposiciones, que a juzgar de los propios actores hacían de la legislación bursátil una de las “más favorables que existe en el mundo” constituyeron indudablemente un motivo de peso adicional de estímulo y atracción; incluso para los capitales extranjeros que, en adelante, podían ingresar en forma anónima al país a través del mercado de valores⁶¹.

⁶¹ BCBA, *La Bolsa de Comercio...*, cit., p. 295.

Al tiempo de estas últimas normas tributarias se produjo un alza en los precios de las acciones y, durante unos pocos meses, el mercado de valores privados alcanzó cierto dinamismo. No obstante, los efectos de la nueva legislación se hicieron sentir sólo cuando la plaza comenzó el movimiento ascendente. En este sentido, el conocimiento de las bondades del impuesto sustitutivo a la transmisión gratuita de bienes no hizo más que acelerar una tendencia positiva ya latente, devenida de una mayor abundancia relativa de medios de pagos. De todos modos, muchas veces el incremento de las transacciones y precios durante esta etapa era más consecuencia de actitudes especulativas que de negociaciones "firmes". Por ejemplo, en noviembre de 1951, las acciones de Pesca que se cotizaban alrededor de los 100 pesos en la primera mitad del mes, en tres días se elevaron a 160 pesos, negociándose una cantidad extraordinaria de papeles. Pocos días después, los precios bajaron a los valores anteriores y, más tarde, nuevamente se acercaron al techo señalado. En el año, el precio de esta acción osciló entre 50 y 160 pesos. Al menos en este caso, claramente las operaciones respondían a maniobras especulativas que nada tenían que ver con la situación de la Cía. Argentina de Pesca (que no repartía dividendos desde julio de 1948), y que afectaban el desarrollo normal de las actividades bursátiles. Por ese entonces, era ya "tradicional" en la plaza que la actividad en los papeles llamados "especulativos" se desarrollara en uno o dos de ellos, abandonándolos luego por otros, para "moverlos" nuevamente al poco tiempo (estaban sujetos a estas maniobras Banco Hogar, Industrial Paraguaya, Pesca, Globo, Puerto Sastre, La Catalina). Los papeles de "inversión" reflejaban más la evolución de la situación económica general y de la empresa en particular. Entre los negociados habitualmente se encontraban Acindar, Bagley, Celulosa, Alpargatas, Fabril Financiera, Papelera Argentina, De Lorenzi, Magnasco, Papelera Pedotti, Sansinena y Saint Hermanos.

El incremento de las operaciones se detuvo en los primeros meses de 1952. La crisis agrícola y la relativa ampliación de la política restrictiva de créditos terminaron por consolidar el desánimo e inhibir el progreso de los papeles en la plaza⁶². Los operadores se quejaban de que la bolsa no tenía la importancia que, estimaban, correspondía a los capitales invertidos en

⁶² No existía una drástica contracción crediticia (aunque congelaron los márgenes dentro de los cuales los bancos particulares podían conceder créditos a sus clientes), pero sí una mayor iliquidez derivada del proceso inflacionario.

acciones y que los precios no reflejaban en absoluto el valor de los bienes de las sociedades, ni el de las empresas como complejos productivos, ni siquiera sus ganancias. La incógnita era “¿por qué el mercado accionario no reflejaba la tendencia general de los precios y el fenómeno general inflacionario, como comprueban los guarismos referentes al número índice de las acciones comparado con cualquier otro índice de fenómenos económicos en nuestro país?”⁶³. La respuesta se vinculaba a las prácticas defensivas por parte de las empresas que no hacían más que diluir las potencialidades del mercado. En efecto, el hecho de que la casi totalidad de las sociedades abonase sus dividendos en acciones y realizara suscripciones a la par no sólo había sobresaturado de papeles la plaza, en momentos en que, como en 1952, existía escasez de dinero, sino que también, al diluir los capitales (aumentos nominales exigidos por la inflación, no legítimos aumentos para un incremento de la producción), disminuía a futuro los dividendos. También el desenvolvimiento lúgubre del mercado de acciones era considerado consecuencia del reducido número de accionistas que controlaban las sociedades, lo que permitía la posibilidad de maniobras especulativas.

Como resultado de la contracción general operada en la economía del país, el mercado de valores redujo extraordinariamente sus operaciones, y se acentuó la baja general de precios en los valores privados. Durante buena parte de 1952, el mercado mantuvo una gran apatía, con precios en constante declinación y escasez de transacciones. En pocas palabras, la Bolsa respondió a las medidas de ajuste, que determinaron una mayor escasez de dinero, con una baja pronunciada que perduró hasta octubre-noviembre de ese año. En ese momento, las operaciones y las cotizaciones llegaron a un mínimo. Por ejemplo, Acindar había tenido un mínimo en su cotización durante 1951 de 173,5 y llegó en 1952 a 69; Alpargatas con un mínimo de 210 en 1951 hizo piso en 108 durante 1952, y así muchos otros papeles.

Como se advierte, la coyuntura crítica se extendió por cuatro años. La actividad de la plaza, durante este largo *bear market*, se había reducido en forma paulatina a la quinta parte de lo registrado en 1948 “y los precios, que en los números índices parecen haberse reducido en un 60% como consecuencia de

⁶³ *Camoatí*, noviembre de 1951.

sucesivos aumentos de capitales y distribuciones de dividendos en acciones, en realidad, habían mermado aún más llamativamente⁶⁴.

Cuadro 6

Comparación de precios de las principales acciones industriales (1/1949 – 10/1952)

Acciones	enero de 1949	octubre de 1952
Acindar	360,00	85,50
Cía. Argentina de Pesca	306,00	43,75
Astra	324,00	70,00
Bagley	465,00	122,50
Cantábrica	390,00	130,00
Celulosa Argentina	441,00	145,00
Destilerías El Globo	327,00	47,75
Ditlevsen	400,00	83,00
Dockoil	270,00	40,00
Alpargatas	453,00	124,50
Fabril Financiera	474,00	125,50
Kraft	315,00	117,00
La Negra Rey Basadre	37,50	6,30
Molinos	480,00	145,00
Papelera Argentina	235,00	60,00
Sedalana	405,00	86,00
Sol Petróleo	23,00	5,00
Textiles Wells	193,00	58,00

Fuente: Elaboración propia sobre la base de MARIO SEGRE, "La evolución del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias", en: *Revista de Sociedades Anónimas* 1, Buenos Aires, julio de 1955, p. 45.

Nota: Téngase en cuenta que algunos títulos directamente habían desaparecido de la plaza y que otros no registraban precios.

⁶⁴ MARIO SEGRE, "La evolución del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias", en: *Revista de Sociedades Anónimas* 1, Buenos Aires, julio de 1955, p. 44.

En suma, el muy bajo nivel de actividad de la Bolsa se debió, por un lado, a las dificultades remanentes generadas por la crisis de 1949 en tanto provocó reajustes de precios y alejó a los ahorristas (los inversores quedaron reducidos a los comisionistas y, como se verá, al IMIM). Por otro lado, es indudable que los tropiezos presentes en el orden macroeconómico y las restricciones crediticias con ánimo antiinflacionario terminaron por frenar cualquier atisbo de recuperación y por secar una plaza con enormes dificultades para desarrollarse como un mercado apto de capitalización empresarial.

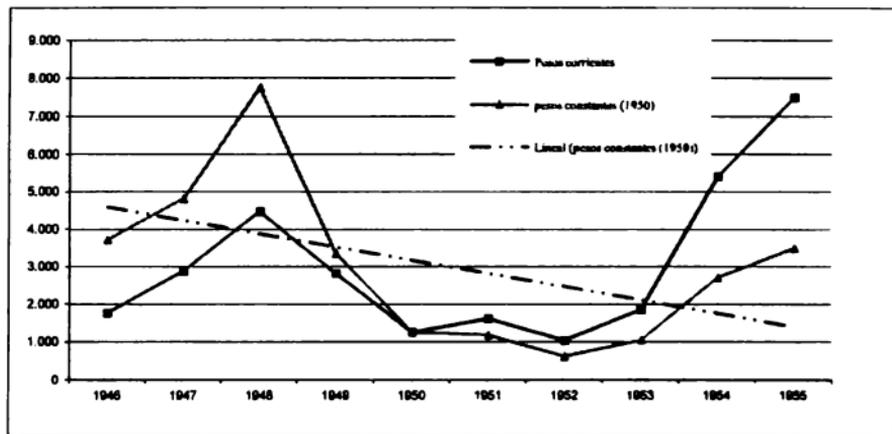
1953-1955: EL REPUNTE DE LAS OPERACIONES

La tendencia netamente vendedora perduró varios meses después de anunciado el Plan Económico de 1952, puesto que la mayor parte de los mínimos se registró en octubre de ese año. A partir de entonces, el mercado de valores privados reflejó el aumento de interés de parte de los inversores, y los precios, aún cuando mantuvieron fluctuaciones relativamente intensas, cobraron impulso ascendente.

El éxito del programa antiinflacionario y las noticias sobre la buena cosecha del ciclo agrícola 1952-1953, sin duda, influyeron en la suba de los valores en enero y febrero de 1953, aun cuando buena parte del volumen negociado se realizó en acciones consideradas “especulativas” y no de inversión. No obstante la suba, la situación financiera de muchas empresas siguió siendo crítica y en marzo el mercado continuó ofrecido y con tendencia a la baja, aunque sin alcanzar, con todo, el punto más bajo de 1952⁶⁵.

⁶⁵ En febrero de 1953, el volumen negociado por rueda alcanzó los 60 millones de pesos. Una cifra que no se alcanzaba desde los años de auge del mercado. Sin embargo, el 60% de las operaciones correspondía a acciones consideradas especulativas. En marzo, el mercado se retrajo debido “a que el grupo que actúa en valores especulativos había desistido de su política de valorización del sector de papeles cuyos precios controla”. Véase IMIM, *LAD*, marzo de 1953. Los valores especulativos representaban, según el Instituto, el 72% de las transacciones en marzo de 1953.

Gráfico 1
Evolución del total negociado en la bolsa (1946-1955)
 (en millones de pesos corrientes y constantes)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de BCBA, *Memorias anuales*, varios años, y ALEMANN, *La bolsa*, cit.

Los anuncios del Segundo Plan Quinquenal encontraban a un mercado que difícilmente podía brindar las posibilidades de capitalizar a aquellas empresas o sectores que se pretendía dinamizar. Con todo, a mediados de 1953 el vuelco favorable y firme en la coyuntura económica permitió que la recuperación bursátil cobrara consistencia. En efecto, a partir de esta fecha las transacciones en bolsa subieron casi ininterrumpidamente hasta los primeros meses de 1955; a tal punto que entre mayo de 1953 y enero de 1955 se registraron en muchas acciones rendimientos de 500%, incluyendo dividendos y ganancias por suscripciones a la par.

La reacción firme del mercado accionario a partir del segundo semestre de 1953 se debió, entre otros factores favorables, al mejoramiento general de la situación económica del país (incluido el freno al deterioro constante de la moneda) y a la nueva orientación del equipo económico en el tratamiento del capital extranjero. El éxito de la política económica era señalado por el BCRA:

Hubo pues una coordinación visible en todas las medidas ejecutadas durante el año 1953. Se evitó el impacto inflacionario; se logró el pleno éxito en el incremento de la producción agrícola y en la colocación de los saldos exportables; se estabilizaron los precios y salarios; se prosiguió con la política de importaciones acorde con la realidad económica; se incrementaron sustancialmente las reservas monetarias; se mantuvo la política de un sano criterio de selección crediticia y se sancionó la Ley de Inversiones Foráneas. Estas medidas, al ensamblarse en un conjunto económico armónico, constituyen bases sólidas para la financiación orgánica del Segundo Plan Quinquenal⁶⁶.

En 1953, el valor efectivo de los negocios en acciones acusó un aumento del 80% en comparación con el deprimido año anterior, y los precios, a fin de año, ya podían mejorar el número índice en un 76% sobre el mínimo de octubre de 1952⁶⁷. Técnicamente, la plaza se encontraba liberada de los problemas originados en la crisis de 1949 y la evolución de la economía nacional justificaba un cambio de tendencia.

Durante 1954 las transacciones bursátiles se mostraron también extraordinariamente activas, especialmente en el ámbito de los valores privados, y a mediados de ese año se había consolidado la tendencia alcista⁶⁸. Los papeles que lideraron el proceso eran aquellos considerados especulativos (Banco Hogar, La Negra Rey Basadre) y otros como Acindar, Alpargatas o Fabril Financiera considerados de inversión. Estos últimos, gradualmente participaron en una mayor proporción de las operaciones que, de todos modos, se encontraban muy concentradas (por ejemplo, en agosto, 13 papeles alcanzaron el 65% de lo operado, sobre 200 valores cotizantes).

A tal punto era favorable la situación que un analista sugería que había llegado el momento para desarrollar iniciativas semejantes a los *Investment Trust*, tal como se desarrollaban por ese entonces en otros países, lo que podría hacerse en principio a través del IMIM⁶⁹. En ese año, la instrumentación del Sistema de Cuentas Especiales, una especie de caja de ahorros con cuyos

⁶⁶ BCRA, *Memoria anual*, 1953.

⁶⁷ SEGRE, "La evolución del...", cit.

⁶⁸ Como ejemplo, el precio de los papeles de Acindar habían variado de 107 en junio de 1953 a 169 en el mismo mes de 1954; los de Bagley de 148 a 216; Siam de 220 a 440; Celulosa de 121,5 a 253; etcétera.

⁶⁹ MARIO SEGRE, "El Mercado de Valores y la Economía Argentina", en: *Revista de Sociedades Anónimas* 2 y 3, pp. 35-53, Buenos Aires, enero de 1956, p. 47.

fondos se compraban valores que cotizaban en bolsa, dio cuenta con sobrado éxito de estas potencialidades⁷⁰.

Nuevamente en 1955, con algunos altibajos producto de los fuertes incidentes políticos, el mercado de valores continuó su tendencia ascendente, alcanzando en valores efectivos el punto más alto de la etapa que consideramos. En rigor, si bien las cifras globales señalan el incremento, hasta mediados de año la plaza se mantuvo con precios sostenidos y un alto número de transacciones; luego, la crisis política provocó la depreciación de los papeles, aunque lo negociado en valores nominales se mantuvo estable.

La concentración de las operaciones aun durante esta etapa alcista fue notable; en pocos papeles se concentraba más del 50% de las transacciones (particularmente Industrias Kaiser Argentina (IKA) y Acindar participaron, luego de julio, entre 30% y 40% del total). Finalmente, en diciembre de 1955, los funcionarios del gobierno militar decretaron la interdicción de una serie de sociedades que obligaba al accionista a demostrar el origen de los fondos con los que había comprado esos papeles. El retiro provisorio de la cotización de esas acciones fue especialmente significativo para la Bolsa, por referirse en parte a sociedades que, como Pesca, Globo y Siam tenían gran movimiento. La consecuencia inmediata fue una importante reducción del volumen operado, a lo que vino a sumarse la derogación del anonimato⁷¹.

Cambios en la estructura y características de las operaciones

La relevancia económica de las diferentes actividades productivas no se encontraba proporcionalmente representada en la estructura de la bolsa, y esta evidenció algunos cambios significativos en el período 1949-1955. En primer lugar, la participación de la rama *Metales* pasó de niveles ínfimos (3%)

⁷⁰ Una ampliación de este tema puede encontrarse en CLAUDIO BELINI y MARCELO ROUGIER, "Capítulo 5" en: *El estado empresario en la industria argentina*, Buenos Aires, Manantial, 2008.

⁷¹ BCBA, *Memorias anuales*, 1955 y 1956; ALEMANN, *La Bolsa...*, cit. Los argumentos utilizados para la reimplantación del anonimato señalaban que "la dictadura [se refiere al gobierno peronista] estableció el anonimato para encubrir a los nuevos ricos del régimen y facilitar la evasión fiscal pues fue sancionado conjuntamente con una modificación al artículo 25 de la ley 11.683, que permitió el blanqueo de capitales mal habidos a través de simuladas operaciones bursátiles". Por su parte, los operadores protestaron por la nueva medida, argumentando que inhibía el arribo al capital extranjero y señalaban que la caída de la bolsa era producto directo del reordenamiento impositivo. *Economic Survey*, XII, 545, 14 de agosto de 1956, p. 8.

a la primera posición al final del período (32%), superando holgadamente a la rama textil, líder en el período anterior, que se ubicó en segundo lugar. En gran medida, el incremento de las transacciones a partir de 1953 se debe al aumento de las transacciones de empresas del ramo, cuyas acciones pasaron a negociarse en forma regular. Con todo, no debe entenderse que la “rama” en su conjunto participó en forma significativa de las operaciones del mercado de valores. En realidad, la negociación de papeles de pocas grandes empresas metalúrgicas impulsó la mayor participación de la rama en el total, y en consecuencia impuso posiciones favorables a todo el mercado. Ciertamente, la participación de Acindar en el total negociado alcanzó valores cercanos al 40% del total en algunas ruedas, e incluso llegó a representar el 75% de las transacciones en momentos en que el IMIM no operaba en bolsa. La colocación exitosa de la emisión de acciones por 55 millones de pesos de Acindar en 1955 reflejó la orientación del mercado en ese sentido. Una situación similar, aunque potenciada, se verificó al momento del ofrecimiento público de IKA en abril de 1955. La suscripción sobrepasó holgadamente la oferta y constituyó “un éxito sin precedentes en el país”⁷². Desde julio en adelante, sus acciones se cotizaban cotidianamente en grandes volúmenes, desplazando del primer puesto a Acindar. Indudablemente, el dinamismo alcanzado por estos papeles en un mercado reducido le impuso características a todas las transacciones. Otro tanto puede decirse de la rama textil, la cual participaba con proporciones cercanas al 15% de las operaciones hacia 1955. Esta participación derivaba básicamente de la fuerte presencia en plaza de las acciones de Alpargatas, de cotización cotidiana⁷³.

En pocas palabras, tal como había ocurrido en el período de auge de la especulación en Bolsa durante 1948 con Pesca y Globo, empresas que participaban con porciones enormes de las transacciones, también en la etapa de “saneamiento” del mercado, las operaciones se encontraban muy concentradas, aunque no sólo en papeles considerados de “especulación”, sino de inversión. Por ejemplo, las empresas del llamado Grupo Italiano (Celulosa, Fabril Financiera, Papelera del Plata y otras) tuvieron en el período un papel relevante en el movimiento bursátil y se ubicaban entre las cotizantes de mayor capital. En parte, las empresas de ramas más dinámicas pudieron capitalizarse en este

⁷² IMIM, *Libros de Actas del Directorio* 166, 4 de abril de 1955.

⁷³ Las firmas textiles no habían alcanzado una participación importante en la etapa anterior debido a, entre otras razones, la dispendiosa política de crédito oficial al sector. En el marco de las medidas restrictivas, las principales firmas se acercaron al mercado de valores a fin de recabar capitales destinados a sostener el giro normal de sus negocios.

segundo período, acompañando algunos de los objetivos más generales de la política económica diseñada luego de 1952.

Otro aspecto destacable de la estructura adquirida por las transacciones bursátiles se refiere a la participación de los valores privados sobre el total negociado. En este sentido, es destacable que las acciones ocuparon en la etapa también la proporción mayoritaria, al igual que lo venían haciendo desde 1947. No obstante, la crisis de 1949 que desanimó las inversiones en general, lo hizo aún más en papeles privados, llegando a un mínimo de 58% en 1952. Luego, la recuperación fue muy importante alcanzando el máximo histórico en 1955, cuando casi el 90% de las operaciones se realizaron en acciones.

La escasez de operaciones a término señala otra modalidad característica de las transacciones en el periodo; situación que derivaba de los requisitos impuestos a la salida de la crisis de 1949. Si bien, las restricciones sinceraron las operaciones y permitieron racionalizar la plaza, no menos cierto es que restaron dinamismo a su desenvolvimiento. Finalmente, debe destacarse que el mercado de valores privados poseía una gran irregularidad en sus cotizaciones. De las 275 sociedades que cotizaban a comienzos de 1955 sólo 80 operaron prácticamente todos los días⁷⁴.

La intervención del IMIM luego de la crisis

Desde marzo de 1949 hasta mediados de 1952, el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias actuó en la plaza en forma moderada, pero constante. Su cartera de acciones pasó de 260 a 375 millones de pesos. La cifra, comparada con los negocios realizados en bolsa durante ese mismo lapso, señala que, en realidad, las compras no fueron tan significativas. Con todo, la presencia latente —o amenazante, como se prefiera— del Instituto permitió atenuar las fluctuaciones, aunque no revertir la tendencia declinante del mercado.

Ello fue particularmente notorio durante 1949 y 1950, cuando el impulso de la corriente vendedora tornaba necesario mantener los precios mínimos de regulación establecidos a la salida de la crisis, a la vez que defender los valores de la cartera mobiliaria del propio Instituto Mixto. Al parecer, su intervención era bien recibida por los operadores dado que producía en el mercado una

⁷⁴ ALEMANN, *La Bolsa...*, cit. p. 121. De allí que sea muy difícil establecer un índice de precios (que considere el promedio de los precios de las acciones ponderado de acuerdo a los volúmenes efectivos negociados) representativo.

“sensación de confianza” y, seguramente, permitía buenas ganancias a algunos operadores.

Cuando la tendencia a la baja era leve se realizaban algunas compras para “entonar la plaza”. Con todo, en momentos en que se incrementaban las ventas (mayo-junio de 1949, enero de 1950) el IMIM tomó la decisión de no comprar valores “indefinidamente” y dejó caer los precios más allá del mínimo establecido, aunque dentro de “un marco de prudencia”. Es decir, si el descenso era muy acentuado las compras se realizaban en forma moderada, dado que una política de sostenimiento de los precios a ultranza hubiera “significado la realización de inversiones muy cuantiosas” y sólo habría logrado la detención momentánea del proceso⁷⁵. También en este sentido, el Instituto realizó gestiones ante los directores de algunas firmas (en especial del grupo que controlaba Fabril Financiera) para frenar los procesos de ventas fuertes de las acciones que poseían y que tanto perturbaban al mercado o lo arrastraban a la baja⁷⁶. Por otro lado, el IMIM intervino a través de la renovación constante de préstamos previos y otros concedidos en esa etapa; ello se tornó una práctica habitual con el fin de no afectar financieramente a las empresas en momentos críticos, procurando de esta manera una mayor seguridad al mercado.

De todos modos, pese a que las atribuciones y acciones del IMIM eran amplias, hubo meses en los que “no fue necesario” operar en bolsa o se hizo en pequeña escala, y la Institución solo se limitó a firmar convenios de colocación de acciones con diferentes empresas (Establecimiento Textil Oeste, Industrias Llave, Colorín, Textiles Wells, etc.), llevadas a cabo en forma limitada o poco exitosa dada la situación crítica de la plaza bursátil⁷⁷.

⁷⁵ Situación que se presentó, por ejemplo en junio de 1950, en momentos en que el índice de acciones del IMIM había caído un 10 % en menos de un mes. IMIM, *Libros de Actas del Directorio*, Acta 65, 14 de julio de 1950.

⁷⁶ En octubre de 1950, luego de varios hechos similares, el IMIM decidió eliminar del mercado al grupo italiano, pues su acción perturbaba enormemente los precios. Los dirigentes de las firmas habían argumentado que necesitaban vender acciones para hacer frente a los elevados precios de las materias primas y el pago de salarios. La cuestión se resolvió con la compra del lote de acciones a través de un convenio por fuera del mercado y posteriormente con la entrega de créditos por parte del Instituto a las firmas del grupo, luego sucesivamente renovados. De esta manera, las empresas obtuvieron los fondos sin afectar al mercado.

⁷⁷ El fracaso más rotundo se verificó en la colocación de acciones de SIAT SA. De un total de 12 millones de acciones quedaron sin colocar 10,4 millones, las que quedaron en manos del IMIM de acuerdo con lo estipulado en el convenio previo. IMIM, *Libros de Actas del Directorio*, Acta 62, 31 de mayo de 1950.

En algunos meses (por ejemplo en setiembre de 1949 o agosto de 1950) cuando, contrariamente a la tendencia general de las operaciones, los precios subieron, el IMIM atenuó ese incremento. En efecto, en estas escasas ocasiones compró algunos papeles que habían quedado rezagados (que luego recolocó en el mercado) y realizó algunas ventas para que los precios no se dispararan desmedidamente. Es decir, las ventas se hicieron con el fin de regular y de mantener en niveles “adecuados” los precios, en especial cuando el incremento se realizaba en papeles considerados “especulativos”. El IMIM vendió acciones por encima de su costo sólo en momentos en que el alza de las operaciones era juzgada como “firme”, lo que en el período no ocurrió en muchas oportunidades. También el Instituto actuó de forma tal que posibilitó la disminución gradual de las operaciones de “pases” que venían siendo prorrogadas desde la crisis de 1949.

A mediados de 1951, las operaciones del IMIM como proporción de las transacciones habían descendido respecto a años anteriores. Esta situación era acorde con los propósitos de los funcionarios de reducir “en lo posible” la intervención en el mercado. No obstante, cuando el Instituto Mixto no actuaba en bolsa, la baja en las cotizaciones era prácticamente incesante. La constante verificación de este hecho condujo a las autoridades nacionales a descreer de los beneficios de la regulación del mercado⁷⁸. Mucho más cuando las medidas de ajuste a comienzos de 1952 desplomaron las operaciones y “obligaron” a que el organismo interviniera copiosamente tanto para frenar la corriente vendedora como para sostener los precios de su propia cartera.

El IMIM dejó de actuar en la Bolsa a mediados de 1952, luego de haberlo hecho intensamente en los meses previos. La medida que anuló la intervención emanaba de la filosofía que pretendía imponer el Ministro de Finanzas Miguel Revestido y el nuevo rumbo sobre el que marchaba la política económica nacional, que ensayaba una limitación de la intervención estatal. Además, existían otras razones de peso: por un lado, era evidente que la persistencia de la larga crisis bursátil evidenciaba el fracaso de la acción reguladora de la Institución. Por otro, nuevos temores —que más tarde se harían persistentes— derivaban de la política seguida: la actividad reguladora sobre un mercado deprimido implicaba la compra incesante de numerosos papeles, lo que más

⁷⁸ Además, se señalaba que la política de regulación bursátil no lograba los resultados perseguidos por cuanto algunas empresas no colaboran en la forma deseable. Por ejemplo, el caso de la Fábrica Argentina de Alpargatas que emitía acciones sin consultar al IMIM. Las autoridades de este organismo entendían que la firma debía consultarlo no solo por ser el organismo de regulación del mercado sino además un “fuerte” accionista de la empresa.

temprano que tarde conllevaba trasladar poder de decisión empresarial al Estado. En opinión de los funcionarios, era necesario poner fin a esta situación y “prevenir el problema que crearía al Instituto la tenencia por vía de regulación, de un elevado porcentaje de capital de las empresas, llegando por ese camino al dominio accionario de las mismas, posibilidad que la presidencia estima inconveniente”⁷⁹. Las fallas de la acción estatal en el mercado de valores fueron denunciadas años después por Juan Alemann en los siguientes términos:

En momentos de baja deberían comprar cantidades fabulosas de acciones – probablemente por varios miles de millones de pesos– y en momentos de alza deberían vender más acciones de las que tienen. Además, el IMIM había comprado acciones de sociedades que se encontraban en mala situación, de modo que no se trataba de detener una baja coyuntural. Tal fue el caso de Industrias Llave SA en la que el IMIM llegó a ser accionista mayoritario. En una palabra: el IMIM había fracasado⁸⁰.

Como destacamos, el mercado, abandonado a las fuerzas de la oferta y la demanda, llegó a su mínimo hacia octubre de 1952. Hasta fines de 1954 el Instituto prácticamente no actuó en bolsa y sólo lo hizo ejerciendo sus facultades en la regulación de valores públicos. Finalmente, en marzo de 1953 transfirió al BCRA la mayor parte de la cartera de títulos públicos y la ejecución del marco regulatorio de esos papeles.

En el transcurso de este período, la cartera del IMIM se incrementó levemente como consecuencia de los pagos de dividendos en acciones y de las compras de acciones por fuera del mercado (realizadas con el fin de evitar que las emisiones deprimieran la plaza; por ejemplo, el caso de nuevas emisiones de las empresas del grupo italiano). A fines de setiembre de 1953, la cartera accionaria del Instituto alcanzó el máximo de 384 millones de pesos. Un mes después, cuando el mercado adquirió un marcado ritmo ascendente comenzó a discutirse la necesidad de reiniciar la regulación de los papeles privados, o al menos eliminar la tenencia accionaria en poder del Estado sin grandes pérdidas⁸¹.

⁷⁹ IMIM, *Libros de Actas del Directorio* 114, folio 3, 15 de julio de 1952.

⁸⁰ ALEMANN, *La Bolsa...*, cit., p. 110.

⁸¹ No existía pleno acuerdo en las características que debía tener la intervención del IMIM en ese momento; incluso un miembro del Directorio opinó que debería abstenerse de intervenir directamente en el mercado y hacerlo indirectamente a través de la concesión de préstamos que

Finalmente, en julio de 1954, en virtud de la tendencia decididamente alcista, se dispuso que el Instituto reasumiera la intervención, luego de más de dos años de no actuar. En los meses siguientes, actuó en forma muy moderada y en casi todos los casos lo hizo como vendedor, reduciendo paulatinamente su cartera y tomando ganancias (desde los primeros meses de 1954 la cartera tenía, por primera vez en años, un valor patrimonial superior al de los libros, básicamente por las inversiones en Siam, Alpargatas y Celulosa). Los niveles máximos alcanzados por algunos valores permitieron que el IMIM realizara parte de la cartera que había acumulado en el largo período de crisis bursátil. Puede pensarse que, en cierto modo, el peronismo pretendía que el propio mercado resolviera los “problemas” generados por la intervención, permitiendo liquidar los valores del Instituto Mixto.

Como lo hemos señalado, además de la labor desarrollada directamente en el mercado de valores, ya sea a través de las compras y ventas de títulos, así como por los créditos otorgados a los operadores, el IMIM había actuado como agente colocador de nuevas emisiones. Después de numerosas operaciones efectuadas con éxito en los años de auge del mercado de valores (1947-1948), la depresión y el escaso volumen negociado impidieron que nuevas emisiones colocadas a través del IMIM tuvieran respuestas positivas, y, en muchos casos, el remanente fue tomado por la institución oficial. Por ejemplo, la colocación de acciones de SIAT se demoró por la crisis y solo logró hacerse en mayo de 1950, pero la demanda solo alcanzó el 30% de lo ofrecido por la deprimida situación del mercado y el IMIM se encargó de tomar el resto como única alternativa para la integración del capital de la firma. Recién en los primeros meses de 1955, el Instituto volvió a actuar con colocaciones muy importantes. Ciertamente, en marzo de 1955 la empresa automotriz IKA, cuyo capital autorizado era de 360 millones de pesos, integrados en parte con maquinarias provenientes de los Estados Unidos como aporte de capital, así como por maquinarias y terrenos aportados por el IAME, solicitó cotización de sus acciones a la par por 164 millones de pesos. La emisión fue cubierta con exceso (hubo pedidos de suscripción por más de 220 millones de pesos) y se efectuó un prorrateo que favoreció proporcionalmente más a los pequeños ahorristas (una gran cantidad de pedidos se habían realizado por cantidades reducidas). Las acciones comenzaron a cotizarse a partir de julio, negocián-

mejoraría la situación financiera de las empresas y como consecuencia sus acciones alcanzarían por sí mismas su valor real; IMIM, *Libro de Actas del Directorio*, setiembre de 1953. Una solución que claramente competía con el accionar del Banco Industrial.

dose luego regularmente en grandes cantidades e impulsando el incremento de las transacciones y valores del mercado, que había zozobrado fuertemente con los sucesos político-militares de junio⁸². También se realizó una colocación exitosa de Acindar a comienzos de mayo de 1955.

Cuadro 7
Colocaciones públicas efectuadas por el IMIM

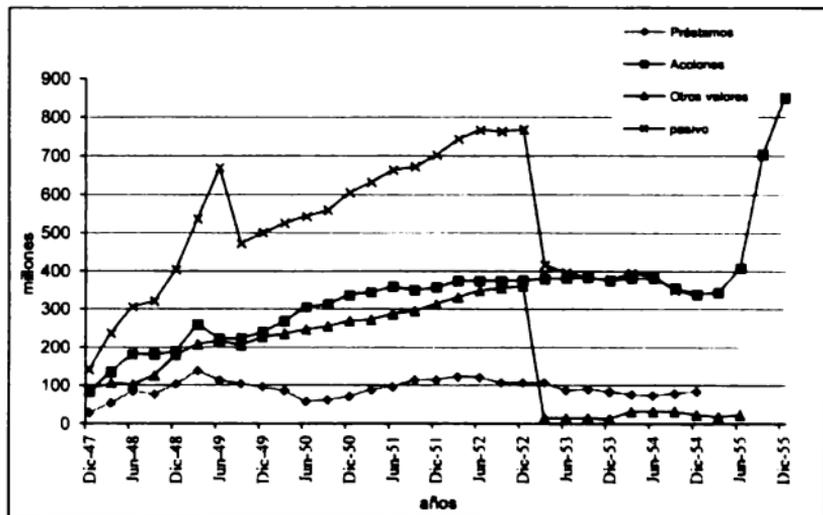
Empresa	Fecha	Ofrecido	Demandado
Somisa Siderurgia Argentina	Sep-47	2.000	2.000
Dodero	Sep-47	25.000	20.172
Hulytego	Oct-47	1.000	994
Arg. de Teléfonos	Oct-47	6.000	3.343
Dr. Suizo Arg.	Oct-47	3.500	1.107
Introdutora de Bs.As.	Dic-47	2.500	15.356
Adot	Dic-47	3.025	2.730
Arizu	Abr-48	3.000	13.329
Acindar	May-48	10.000	8.081
Río de la Plata	Jun-48	20.000	5.497
Textil Oeste	Ago-48	5.000	1.351
Ind. Llave	Ago-48	8.000	5.377
Siam	Oct-48	25.000	3.614
Ind. Llave	Ene-49	5.000	4.916
Ind. Llave	Ene-50	8.250	6.165
Atma	Abr-50	4.000	2.310
Siat	May-50	14.400	4.080
Kaiser	Abr-55	164.934	226.435
Acindar	Abr-55	55.000	91.328

Fuente: SEGRE, "El mercado de valores...", cit.

⁸² IMIM, LAD, Acta 166, 4 de abril de 1955; ALEMANN, *La Bolsa...*, cit.; SEGRE, "La evolución del...", cit.

El alzamiento militar de junio de 1955 echó en saco roto la posición vendedora previa, y las compras del IMIM, con objeto de frenar la baja, se sucedieron en forma fluida, al punto de llegar a los 64 millones de pesos. En setiembre, como consecuencia del golpe militar triunfante, el mercado de valores permaneció cerrado diez días. Con la reapertura, el IMIM absorbió toda la oferta a los precios de cierre del último día bursátil, excepto las de Kaiser (que se hallaba suspendida por la desinformación respecto a la situación prevaliente en su planta de Córdoba, supuestamente afectada por el levantamiento). Las ingentes compras del Instituto durante los días posteriores a la revolución del 16 de setiembre (compró acciones por más de 300 millones de pesos, una suma tan relevante que se acercaba al total de la cartera acumulada desde su creación) posibilitaron que el derrocamiento del gobierno constitucional no repercutiera excesivamente en las cotizaciones.

Gráfico 2
Evolución de los principales rubros del Activo y Pasivo del IMIM
(1947-1955)
 (en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de IMIM, *Libros de Actas del Directorio*, 1947-1955; SEGRE, "El mercado de valores...", cit., ALEMANN, *La Bolsa...*, cit. y BCBA, *Memoria Anual*, 1955.

Nota: Los rubros del activo son acciones (ordinarias y preferidas), otros valores (títulos públicos) y préstamos. El pasivo está representado por los redescuentos, préstamos y cauciones del BCRA. La interrupción de las series para 1955 se debe a la carencia de datos. Acciones entre agosto 1955 y diciembre de ese año puede incluir también títulos públicos.

Enero 1949: inicio de la crisis bursátil.

Junio 1952: suspensión de la actividad bursátil del IMIM.

Marzo 1953: transferencia de la cartera de valores provinciales y municipales al BCRA.

Julio 1954: reinicio de la actividad regulatoria.

La ocasión fue aprovechada por los tenedores para la venta de papeles que no cotizaban habitualmente (de un promedio de 70 valores transados en la semana anterior al golpe, cotizaron alrededor de 120 en la semana del 26 de setiembre)⁸³. Con todo, las compras más importantes del IMIM se concentraron en los papeles de Kaiser y Acindar, que eran los de mayor movimiento y luego de Alpargatas, SIAM, Fabril, Celulosa, Rosati, Papelera, Globo y Textil Oeste.

En octubre de 1955, el gobierno militar resolvió, por cuestiones de “filosofía económica” el cese de las actividades del IMIM en bolsa y su posterior liquidación⁸⁴. En ese momento, su cartera ascendía a 850 millones de pesos en valor de compra. Esta importante cantidad de acciones en poder del Instituto pesaría muy negativamente sobre la evolución de la bolsa en años inmediatos posteriores, dado el temor de que se vendieran en el mercado en forma masiva,

⁸³ *Camoatí XVI*, 185, octubre de 1955. La acción del IMIM fue criticada por algunas publicaciones especializadas. La revista *Argentina Financiera* consideró que hubiera sido mejor la publicación de un comunicado del IMIM donde se anunciaran los precios a los que compraría las distintas acciones, y evitar el temor de muchos operadores a la interrupción de las compras; *ibidem*, p. 257.

⁸⁴ La expresión se encuentra en algunos trabajos que dan cuenta de esta decisión. Seguramente, las versiones oficiales sobre la liquidación la reproducían. En algún sentido, la frase permitía reconocer la actuación del Instituto y su utilización por el gobierno de la “libertadora”, a la vez que se impulsaba su liquidación como causante del proceso inflacionario ya que el grueso de sus fondos eran facilitados por el BCRA. Según Berardi “lo que se hizo en esta oportunidad no fue tanto liquidar al IMIM porque se consideró deficiente su actuación, sino fundamentalmente para eliminar uno de los resortes de la política económica que se sustituía”. BERARDI, *op. cit.*, p. 72. Véase una crítica a la medida en ANDRÉS FERNÁNDEZ TABOADA, “El Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias. Su liquidación”, en: *Revista de Ciencias Económicas*, año 44, 59, pp. 221-232.

y su destino constituiría a la postre un problema a resolver⁸⁵. Ya el decreto que ponía fin al Instituto señalaba que su liquidación no debía perturbar el “normal desenvolvimiento del mercado bursátil”⁸⁶. La falta de definiciones respecto a la suerte de la cartera del Instituto y de las sociedades interdicitas mantuvo deprimidas las transacciones por el resto del año. También la derogación de las normativas sobre anonimato pudo contribuir a la baja del mercado.

CONCLUSIONES

Hasta los años cuarenta existió un mercado de valores que proporcionaba fondos a largo plazo al gobierno nacional y provincial, principalmente. En la segunda mitad de la década de 1940, al hacerse crónica la inflación y desaparecer las viejas oportunidades, en parte por los estímulos de la política oficial, el mercado dejó de cumplir esa función y se orientó a la negociación de valores privados, reflejando un cambio en las motivaciones de los inversionistas. La inversión segura y sin otro riesgo que la depreciación cedió paso a la inversión principalmente especulativa que permitiese salvaguardar el capital de la inflación y obtener una renta.

La dimensión adquirida por las transacciones de acciones en el mercado secundario señala en forma relativa que la Bolsa permitió la canalización del ahorro hacia las empresas comerciales e industriales, por lo menos de

⁸⁵ Un artículo que criticaba la política “antindustrial” del nuevo gobierno militar señaló que a partir de la eliminación del Instituto Mixto “pesa sobre la Bolsa de Comercio una temible amenaza: la liquidación de las acciones y obligaciones en poder del IMIM que se estiman en un valor de mil millones de pesos. Es una espada de Damocles suspendida sobre la cabeza de los inversores, de la que, de vez en cuando, caen algunos golpes en forma de derechos de suscripción correspondientes a esas acciones y que el IMIM lanza a negociar en la Bolsa de Comercio”, en: *Revista Qué* 165, 14 de enero de 1958.

⁸⁶ MARIO SEGRE, “Las Sociedades de Inversiones y la liquidación del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias”, en: *Camoati* XVI, 192, mayo de 1956, p. 113. En realidad no se sabía muy bien qué hacer con la cartera acumulada por el Instituto. Por lo pronto, se descartaba su venta en el mercado por licitación porque el sólo anuncio llevaría a la depresión y permitiría la concentración de los papeles en pocas manos que bien podrían utilizarlos para el juego especulativo. Segre proponía la creación de una sociedad de inversiones privada con la cartera —a su costo— del IMIM. Meses después con la caída de la bolsa señalaba como única alternativa ofrecer los títulos a grupos de capitalistas extranjeros. También personal del propio Instituto presentó un proyecto de transformación en una Sociedad de Inversión mixta que emitiría “bonos de participación”, sin mantener la función reguladora original. Finalmente, la cartera pasaría a manos del Banco Industrial años después, conjuntamente con el Sistema de Cuentas Especiales. Véase al respecto BFLIINI y ROUGIER, “Capítulo 5”, cit.

algunas grandes empresas, cuyo desarrollo reclamaba aumentos incesantes de capital, para provisión de maquinarias, instalaciones, materias primas y salarios; puesto que la intensidad de operaciones en bolsa es un factor parcialmente condicionante de la política de colocación de acciones que adopten las empresas. Que la Bolsa probó ser un mercado adecuado para la obtención de capitales por parte de las empresas privadas durante los primeros años de la experiencia peronista lo demostraría la gran cantidad de emisiones de acciones colocadas sin dificultades en el recinto y el número cada vez mayor de sociedades cuyos títulos se cotizaban en las ruedas. Sin embargo, el *boom* de aquellos primeros años se explica más por la irrupción de otros factores, como es el caso de la inflación –dado que existía una gran cantidad de medios de pagos disponibles para cualquier operación– y otros altamente especulativos, donde un reducido grupo de operadores influían en el comportamiento de un mercado, de todos modos reducido. Situación que se confirma por la gravedad del desplome bursátil en los primeros meses de 1949 y la larga atonía en la que se desenvolvió el mercado posteriormente, a tal punto que la relativa restricción crediticia para capitales de inversión prevaleciente a partir de esos años no fue compensada con una orientación más decidida hacia el mercado de valores como fuente de financiamiento por parte de las empresas. Las posibilidades de emisión de nuevas acciones en el mercado bursátil quedaron, de ahí en más, prácticamente vedadas. Si bien la crisis y la gestión del IMIM permitieron que al cierre del año 1949 el mercado se encontrara “saneado” y parcialmente depurado de posiciones falsas o especulativas, la pertinacia del bajo volumen negociado, difícilmente le permitía desempeñar la función de encauzar el ahorro y las inversiones⁸⁷. En rigor, en oportunidad de la crisis y aún antes, el IMIM demostró escasas capacidades para regular efectivamente el mercado (por ejemplo, prevenir y evitar el derrumbe). En ningún momento puso coto a las continuas operaciones especulativas, acción que bien pudo desarrollar no financiando “pases” o restringiendo este tipo de operaciones para aquellas acciones consideradas de especulación. Y si no pudo frenar el

⁸⁷Por otra parte, las medidas antiinflacionarias adoptadas por el PEN a fines de 1948, por las cuales se dispuso que el IMIM no considerara nuevos pedidos para ofrecer valores al mercado –salvo si eran industrias de interés nacional– redujo al mínimo la actuación del Instituto en materia de colocación de nuevas acciones. Esta situación también se advierte para el caso del Banco Industrial dado que las medidas le prohibían prestar para la instalación de nuevas industrias o ampliación de las existentes con lo cual dejaba de actuar como “banco habilitador”.

alza, tampoco evitó la caída, aunque facilitó la “salida” de la crisis financiando básicamente a un solo especulador.

Las dificultades para la salida de la crisis de 1949, aún cuando se tomaron algunas medidas muy favorables para el desarrollo de las operaciones, se agudizaron con las medidas de austeridad impuestas en 1952 y con la recesión en el sector industrial. El volumen de lo operado en efectivo se desplomó a tal punto que, pese a la recuperación comenzada a partir de 1953, en 1955 las transacciones no habían llegado, en valores constantes, al nivel relativamente bajo de 1946. El repunte de esos años se explica en gran medida por la mejora general de las variables macroeconómicas, el ritmo más lento del deterioro monetario, por la vigencia de las ventajas impositivas y patrimoniales que brindaba el sistema del anonimato, y por la entrada en cotización de algunas pocas grandes firmas.

Entre 1949 y 1955, el comportamiento del mercado de valores fue muy errático y en los momentos de mayor pesadez contó con el estímulo implacable de la acción reguladora del Estado, a través de la concurrencia del IMIM. La baja de volumen trajo aparejada la distorsión; cada vez era más fácil poder inducir o gobernar la tónica diaria con un mecanismo sencillo: apuntalar unos pocos papeles que, por su peso relativo, le imprimían la dinámica al mercado. Ciertamente, la presencia del organismo regulador suscitó críticas legítimas, puesto que en definitiva no logró “superar la mayor crisis de nuestro mercado de valores ni la depresión que la sucedió”⁸⁸; con todo, debe admitirse que su participación en la plaza bursátil impidió que la corriente vendedora fuera mayor y que la crisis se prolongara aún más en el tiempo, con el perjuicio que ello ocasionaba a las empresas que buscaban capitales para su evolución o la realización de inversiones, orientación que el Estado pretendía alentar con políticas restrictivas de crédito bancario y estímulo del ahorro.

En este último sentido, difícilmente el mercado pudo, en forma genuina, comportarse como mercado de capitales, como un ámbito propicio para el financiamiento de los planes de expansión de las actividades productivas, salvo durante los primeros años y el último del período de repunte para unas pocas empresas⁸⁹. Una comparación de las autorizaciones acordadas con el valor de

⁸⁸ BERARDI, *op. cit.*, p. 66.

⁸⁹ La particular estructura del pasivo de las empresas hacia 1955 fue señalada por un artículo de Rodolfo Katz. Este autor destacaba que existía una “impresionante” desproporción entre el crédito financiero utilizado por las firmas y el capital realizado. *Economic Survey* XII, 536, 12 de junio de 1956.

la inversión en equipos durante la experiencia peronista, aún con las reservas de los indicadores, confirma estas conclusiones (véase anexo). Otra prueba lo constituyen las dificultades para la colocación exitosa de nuevos capitales, los que quedaron en gran medida en manos del IMIM, quien al actuar como *underwriter* permitió abastecer de dinero a las empresas y asumió los costos y riesgos de una absorción irrealizable en la plaza.

Por su parte, la comparación entre los guarismos referentes a la actividad del IMIM y los de las operaciones registradas en la Bolsa durante el mismo lapso comprueban que, en realidad, la influencia del IMIM fue relativamente limitada y “más bien psicológica”⁹⁰, lo que poco afecta la relevancia de la Institución como instrumento de la política económica peronista. Como se analizó, gran parte de la dinámica del mercado de valores acompañó la evolución macroeconómica general (aunque de manera exagerada, acentuando los auges y bajas) y quedó sujeta al accionar del IMIM, dando escasas pruebas de ser relevante para la capitalización empresaria.

⁹⁰La expresión se encuentra reproducida en varios trabajos. Originariamente apareció en las páginas de la revista *Camoati*. Probablemente, corresponda a Víctor Segre quien intentaba convencer a funcionarios oficiales y bolsistas de que era posible reconvertir el Instituto y no liquidarlo, argumentando que su participación “real” en el mercado había sido reducida.

ANEXO

**Transacciones en el mercado de valores de Buenos Aires
(Porcentaje de valores nominales)**

Quinquenios	Va- lores nacio- nales	Cédulas hipotecar- ias	Bonos hipote- carios	Provinciales y munici- pales	Accio- nes	Ob- liga- ciones
1916-1920	17	49	-	16	17	-
1921-1925	13	61	2	12	12	-
1926-1930	11	56	8	13	9	2
1931-1935	26	34	8	28	3	1
1936-1940	36	20	4	30	8	1
1941-1945	47	14	3	21	14	1
1946-1950	35	1	7	15	40	1
1951-1955	17	-	9	6	65	'

Fuente: ROBERTO ALEMANN, *Cómo superar la crisis económica actual*, Buenos Aires, Selección Contable, 1956, p. 99

**Monto de las autorizaciones acordadas y su relación con Inversión en
equipo durable de producción
(en millones de m\$n)**

Años	Papeles de Entidades mixtas y privadas (a)	Inversión en equipo durable de producción (b)	% a/b
1944	127	727	17,4
1945	238	913	26,0
1946	487 *	1.330	36,6
1947	687	2.615	26,2
1948	744	3.741	19,8
1949	543	3.549	15,3

1950	536	4.169	12,8
1951	674	6.113	11,0
1952	543	6.728	8,0
1953	541	6.508	8,3
1954	610	7.134	8,5
1955	1.784	9.281	19,2

Fuente: Elaboración propia sobre la base de BCBA, Memoria anual, 1949, p. 85, Boletín Estadístico, varios números, y Cuentas Nacionales de la República Argentina, vol. 3, 1976.

* Incluye 250 millones de acciones ordinarias de las empresas mixtas EMTA y FAMA.

Evolución del número de sociedades cotizantes (Excluidas Cías. de Seguro y Bancos)

Años	Número total de sociedades
1943	142
1944	157
1945	166
1946	189
1947	222
1948	251
1949	254
1950	266
1951	261
1952	275
1953	274
1954	275
1955	305

Fuente: Elaboración propia sobre la base de ALEMANN, *La Bolsa*, cit., p. 100

**Monto de las transacciones de acciones en la Bolsa de Buenos Aires
(en millones de dólares)**

Años	Valores nominales	Valores en efectivo
1946	189,2	446,2
1947	236,1	740,8
1948	310,8	1.163,6
1949	177,2	534,4
1950	121,4	240,1
1951	147,4	281,7
1952	124,8	162,8
1953	215,6	288,8
1954	412,8	822,3
1955	373,7	955,8

Fuente: N. ERICKSSON, "The Stock Exchange", en: *Review of the River Plate*, 30 de agosto de 1969, p. 315.