

El Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias y la crisis bursátil de 1949*

Marcelo Rougier **

La Bolsa presentaba un aspecto imponente; un rumor inmenso llenaba el vasto local, como huracán que ruge en la selva, y la atmósfera parecía cargada de tanta electricidad, que era inminente el incendio si estallaba la chispa. Y todos, apifados, ahogados, torturados por esa tensión de nervios insoportable, volvíanse ansiosos, en la esperanza de que la bóveda se abriera y se desplomara la fábrica y se hundiese el mundo entero.

- La liquidación... es un desastre general; no habrá uno que se salve de la *volteada*... hoy me es imposible, absolutamente imposible, irremediablemente imposible pagarle... Usted ve como está esto! ¿quién podía prever lo que ha pasado? Acciones que han bajado ciento treinta puntos de golpe.

- ...¿De modo que Ud. también me planta? ¿y cómo voy a pagar yo las acciones compradas a su nombre y por su orden?... Amigo..., cuando no se tiene dinero a mano, no se hacen operaciones de Bolsa; comprar al fiado, con ánimo de pagar si se gana y de trampear si se pierde, es una estafa...

Carlos María Ocantos, *Quiéto*, 1891

Introducción

a) Presentación

El estudio del mercado de capitales en la Argentina reconoce pocos antecedentes en la historiografía económica.¹ Más notable aún es la ausencia de trabajos sobre las características y evolución del mercado de valores. Una de las explicaciones

* Agradezco los comentarios y sugerencias que sobre una versión preliminar realizara Jorge Schvarzer. También reconozco los comentarios brindados en oportunidad de presentar una versión acotada de este artículo en las XVII Jornadas de Historia Económica realizadas en la Universidad Nacional de Tucumán en setiembre de 2000. Finalmente, destaco la colaboración de Edgardo Colombo (Facultad de Ciencias Económicas-UBA) en la recopilación de fuentes y en la discusión inicial de algunas ideas que recoge el trabajo.

** Investigador del CEEED, Facultad de Ciencias Económicas, UBA; Magíster de Historia Económica y de las Políticas Económicas, UBA; becario del Conicet.

1. En un sentido amplio, el "mercado de capitales" constituye un nexo entre el ahorro y la inversión en el proceso económico. También, en ese mismo sentido incluye al "merca-

probables es la escasa importancia que en el desarrollo industrial de la Argentina ha tenido en general este mercado como fuente de financiamiento de la inversión productiva. En efecto, diversos autores han corroborado la insuficiente relevancia adquirida por el sector bursátil. Varios trabajos señalaron su pequeña dimensión, las características especialmente especulativas de las transacciones prevalentes en él, y el hecho de que el control familiar de las grandes empresas cotizantes desestimulara la participación de potenciales inversionistas. La hipotética presencia de fuentes alternativas de financiamiento (reinversión de utilidades, crédito bancario, inversiones extranjeras, créditos de proveedores, etc.) habría constituido un factor adicional a la hora de entender el escaso dinamismo del mercado de valores privados.²

El presente trabajo avanza sobre las características y el funcionamiento del mercado de valores durante los primeros años del gobierno peronista (1946-1949), momento en el que un importante incremento de las transacciones desató un verdadero "boom" bursátil, que culminaría con una crisis de paralelas dimensiones. La relevancia de este período cobra aún más significación si se tiene en cuenta la mediocre performance del monto negociado en la Bolsa posteriormente. El dinamismo alcanzado por el mercado accionario en la etapa torna factible esta pregunta de interés sectorial: ¿se constituyó el mercado de valores en un instrumento de canalización de ahorro hacia las empresas industriales?

Además, 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 institucionalizó para dicho fin en julio de 1947: el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM), organismo *sui generis* que completaba un proceso de intervención progresiva del estado en los asuntos económicos, al punto tal de inmiscuirse en actividades hasta entonces consideradas ajenas a todo posible control estatal.³ En este sentido, el artículo también pretende llenar parte del sor-

do del dinero" o sistema financiero (fundamentalmente bancario) y a la operatoria del mercado de capitales propiamente, caracterizada por distribuir el riesgo de la insolvencia de la entidad emisora entre los inversores, y por ser el espacio en donde las acciones y bonos o títulos de renta fija son los principales instrumentos.

2. Estas opiniones pueden consultarse en Oscar Altimir, Horacio Santamaría y Juan Sourrouille. "Los instrumentos de promoción industrial en la posguerra", *Desarrollo Económico* 7, 25, abril-junio 1967, 2da. parte, y Jorge Katz y Bernardo Kossacoff. *El proceso de industrialización en la Argentina: evolución, retroceso y prospectiva*, Centro Editorial de América Latina, 1989. Para un estudio ya más específico sobre el mercado de capitales en los años sesenta véase Deltec Panamericana. *El mercado de capitales en la Argentina, México, Inter-American Development Bank*, 1968.
3. Esta institución completaba el arco de entidades surgidas en la inmediata posguerra: El Banco de Crédito Industrial, el Banco Central nacionalizado, el Instituto Argentino para la Promoción del Intercambio, la Dirección Nacional de Industrias del Estado, etc.

prendente vacío que en la literatura económica existe sobre dicha institución.⁴ 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 éste último, Memorias y circulares del BCRA, Memorias de la Bolsa de Valores y publicaciones periódicas especializadas).

En la primera parte del artículo se describen las características y evolución del mercado de valores en los primeros años cuarenta; luego, en un segundo momento, en el contexto de la política económica peronista se destaca la creación del IMIM (1947), y las particularidades de su intervención en dicho mercado antes y durante la crisis bursátil de 1949. 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 a partir de esta fecha, lo cual nos permitirá explicar en parte su secular atonía como instrumento de capitalización de las empresas industriales.

b) Características y evolución del mercado de valores en los años cuarenta y primeros ensayos de regulación

Es indudable que, por lo menos en los años treinta, las grandes empresas y en especial las sociedades anónimas tenían menores dificultades que otras firmas a la hora de conseguir financiamiento. Entre otros factores, esto era así debido a que las restricciones crediticias impulsadas por la legislación financiera surgida de la crisis de los años treinta no las afectaba en demasía, puesto que permitía a los bancos invertir parte de sus fondos en acciones y obligaciones de las pocas grandes empresas industriales que cotizaban en bolsa. La finalidad de la disposición era facilitar el suministro de recursos a estas sociedades mediante la suscripción de acciones y obligaciones por parte de las entidades bancarias, las que luego y en forma gradual las entregaban a la suscripción pública. Evidentemente, estas mismas empresas –cuyos títulos poseían los bancos– eran luego las destinatarias privilegiadas de los créditos de corto plazo disponibles en el sistema en ese entonces. 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 dichos beneficios. Además, no todas las sociedades por acciones reunían los requisitos exigidos para cotizar sus valores en la Bolsa de Comercio.

4. Sólo existen referencias ocasionales en algunos de los trabajos citados anteriormente y en el libro de Paul Lewis. *La crisis del capitalismo argentino* (Fondo de Cultura Económica, 1993), en donde dedica un sugerente apartado al colapso de la Bolsa de Valores, sobre la base de información periodística.

Hacia los años cuarenta el desvanecimiento de las oportunidades brindadas por las inversiones externas, una de las fuentes más dinámicas de financiamiento industrial, profundizó 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 proyectos que vinieron después pretendieron atacar el problema. Finalmente, con la creación del Banco de Crédito Industrial Argentino en abril de 1944, se consideró que las pequeñas y medianas industrias —aquellas que tenían mayores dificultades para acceder al financiamiento— verían facilitado su acceso a créditos liberales para el financiamiento de la inversión. También las grandes se beneficiarían con esta nueva

En cuanto al mercado de valores como posibilidad de obtención de capitales por parte de las empresas industriales, la situación a comienzos de los años cuarenta distaba de ser promisorio. Como lo señaló el *Informe Anual del Banco Central* en 1940, el mercado para acciones y obligaciones de empresas privadas se encontraba en una etapa inicial y todavía no había alcanzado “un grado de desarrollo comparable con la importancia del comercio y la industria...”^{5,6}

En efecto, una de las características de las operaciones bursátiles de esta época era la escasa participación de los valores privados sobre el total. Desde mediados de los años treinta las transacciones de valores privados representaban sólo el 4% del valor nominal negociado. En 1939 aumentaron al 14,4%, y prácticamente se estabilizaron en ese número hasta 1944.⁷

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 bursátiles de títulos públicos, aunque conservaban claramente el predominio.⁸ Esta progresiva y manifiesta reducción de las operaciones

-
5. Sobre las características del crédito a las empresas industriales en los años treinta, y en particular sobre los proyectos y la creación del Banco de Crédito Industrial, véase Marcelo Rougier. “El crédito a las empresas industriales. Antecedentes y orígenes del Banco de Crédito Industrial Argentino”, *Estudios Interdisciplinarios de América Latina*, 10, 2, 1999.
 6. Citado por Félix Weil, “La industrialización argentina en los años 40”, en Mario Rapoport. *Economía e Historia*, Tesis, 1988, p. 363.
 7. También en el contexto de la guerra se operó un rápido crecimiento del número de sociedades anónimas, y casi todas las grandes empresas que se constituyeron por esos años adoptaron esta forma; otras, ya existentes, se transformaron en tales, muchas veces por insistencia de organismos públicos (como el Banco Industrial, que condicionaba el otorgamiento de créditos a la adopción de esta forma jurídica).
 8. Hacia 1944, el estado, tanto el Gobierno nacional como la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires y la Provincia de Buenos Aires eran los actores más dinámicos en este mercado. Los principales títulos públicos negociados eran los valores nacionales (55 %), provinciales (13 %), cédulas (10 %), municipales (6 %) y bonos hipotecarios (3 %); el resto correspondía a transacciones de valores privados.

de valores nacionales obedecía a las iniciativas del sector estatal, que tenían el fin de 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 en nuevos valores, luego la Municipalidad de Buenos Aires, y finalmente la Provincia de Buenos Aires y otras rescataron sus títulos ajustándolos a tipos de interés más moderados.⁹

La guerra generó una seguidilla de oscilaciones dentro del mercado bursátil. El gobierno resolvió intervenir a través del Banco Central a fin de corregir y dar estabilidad al mercado, realizando operaciones de apoyo y comprando y vendiendo títulos para evitar bruscas oscilaciones, aunque sin oponerse a la tendencia de largo plazo del mercado.¹⁰ Y si por momentos tuvo que efectuar compras de apoyo, fue vendedor neto en casi todos los años por sumas importantes. El ingreso de los EE.UU. a la conflagración provocó el mayor monto de compra por parte del estado registrado hasta ese momento, lo que evitó el pánico entre los tenedores de títulos.¹¹

En 1941, restablecida la calma y considerando las mejores condiciones en las que se desarrollaba el mercado bursátil, 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 inmobiliarias.¹²

Gradualmente el estado fue desarrollando, con la experiencia, una técnica refinada para apoyar al mercado con bastante buenos resultados, hasta que la reforma financiera de 1946 modificó sustancialmente las condiciones en las que operaba el mercado y se realizaba esa actividad reguladora.¹³

9. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. *La Bolsa de Comercio de Buenos Aires en su centenario*, 1954, p.26 y ss.

10. Ya 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.

11. Delttec Panamericana. *Op. cit.*, p. 53.

12. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. *Op. cit.*, p. 263.

13. Delttec Panamericana. *Op. cit.*, p. 53.

*El Mercado de Valores durante el gobierno peronista**a) Las características del mercado bursátil y la creación del IMIM.*

La creciente intervención del estado en todas las esferas económicas se hizo perceptible luego del golpe de junio de 1943, profundizándose en los primeros meses de 1946. Entre marzo y mayo de ese año se instrumentó una profunda reforma financiera, que creaba un "Sistema del Banco Central". El mismo incluía a las distintas entidades bancarias oficiales (Banco Nación, Banco Hipotecario Nacional, Caja de Ahorro y Seguros, Banco de Crédito Industrial y Banco de la Provincia de Buenos Aires), y a otros organismos. El eje de la reforma pasaba por el control estatal de la moneda y del crédito, aspectos centrales de los objetivos de la política económica que intentaba plasmar el peronismo. Los mecanismos financieros puestos en marcha por el estado le permitirían controlar el volumen monetario y el crédito, y disponer de los recursos para realizar sus objetivos políticos.

En el marco de estas medidas el mercado de valores quedó sujeto a nuevas regulaciones. El decreto ley 15.353 incorporó la Comisión de Valores al Banco Central.¹⁴ Sus funciones quedaron definidas de la siguiente manera: a) asesorar al Banco Central sobre el monto y la oportunidad de las colocaciones de títulos públicos en el mercado; b) coordinar la concurrencia al mercado financiero de las entidades públicas que emitiesen valores; c) verificar el cumplimiento de sus resoluciones sobre los valores privados; d) inspeccionar a las empresas que solicitasen cotizar en bolsa; y e) establecer la suspensión de cotizaciones cuando se verificaran irregularidades en las empresas. El decreto-ley también permitía al Banco Central comprar y vender en plaza valores nacionales con fines exclusivos de regulación bursátil o monetaria.¹⁵

En el año 1946 el volumen negociado alcanzó el récord de \$n 2.975 millones, un 20% más que el año anterior. El proceso puede explicarse principalmente por el rescate de las cédulas hipotecarias y la conversión de los títulos del Crédito Argentino Interno. En efecto, con respecto a la primera operación, fueron reemplazadas 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

14. Esta Comisión había sido creada en 1937 con el fin de efectuar recomendaciones sobre los proyectos de emisión que le eran sometidos. Con el decreto ley 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 un representante del Banco Industrial— y privados, de las empresas financieras y de la Bolsa de Buenos Aires.

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

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 adoptada por el gobierno nacional, los títulos municipales y provinciales 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 nacional, 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 bursátil se orientó hacia los valores privados, tendencia —como ya señalamos— presente desde 1941, pero que adquirió fuerte dinamismo en esta etapa. Evidentemente, la disminución de las tasas de interés de los valores nacionales desestimuló este tipo de inversión especulativa, por lo que parte de los fondos que se destinaban a estas operaciones se trasladaron a la negociación de valores privados (incluidas empresas industriales). Cabe aclarar entonces que la importante transacción de estos papeles no implicó necesariamente la canalización de recursos hacia las actividades productivas, si bien la dinámica adquirida por el mercado de valores pudo en más tornarlo atractivo para la colocación de acciones por parte de las empresas industriales.

Ahora bien, parte del impulso inicial del mercado de valores fue también provocado por la colocación de acciones de las empresas mixtas. En efecto, en 1946 comenzaron a cotizarse acciones de empresas mixtas constituidas por la asociación del estado con capitales particulares, como la Flota Area Mercante Argentina (FAMA) y la Empresa Mixta Telefónica Argentina (EMTA).¹⁶ 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 FAMA fue realizada por la propia empresa. Cubierto con exceso dicho importe, negoció una cifra adicional. Esta segunda emisión de acciones de capital privado de la FAMA, así como el ofrecimiento público de las de EMTA (por un valor de cincuenta y noventa y cinco millones respectivamente), fueron llevadas a cabo por el Banco Industrial, institución que además de ser agente pagador compró en el mercado acciones de estas y otras empresas particulares.¹⁷

16. Dentro del conjunto de medidas establecidas por el gobierno de Farrell previas a la asunción de Perón, se establecieron las normas jurídicas que contemplaban la creación de empresas mixtas. En el caso de estas dos empresas, fueron organizadas mixtas como parte del plan de nacionalización de servicios instrumentado a partir de ese año. Luego se rescatarían debentures y acciones en poder del capital privado.

17. La modificación de la *Carta Orgánica* del Banco de Crédito Industrial, establecida 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

b) *La creación del IMIM*

El mercado bursátil continuó hasta mayo de 1947 un proceso de alza de precios y multiplicación de transacciones, para caer entre junio y setiembre en una depresión "motivada principalmente por la injustificada y especulativa alza anterior".¹⁸

Los primeros días de mayo la Bolsa había emitido una nota al BCRA, donde transmitía sus preocupaciones por la situación en el mercado en los siguientes términos: "...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 será compartida, la que se trataría de atenuar con medidas de mayor seguridad, *sin trabar en forma drástica* el libre juego de la oferta y la demanda."¹⁹

En modo alguno casual, tal como lo previeran los bolsistas y también el propio gobierno, 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 por los "hombres de la bolsa" a algunos problemas de la economía real, en especial al mayor costo de la mano de obra, "Todo lo cual ha hecho pensar, posiblemente, a los inversores, sobre la probable disminución de utilidades que esas circunstancias ocasionarían en las empresas, ade-

Bolsa". En ese mismo mes se creó el Departamento de Títulos del Banco, cuya misión consistía en manejar valores oficiales y particulares, provenientes de las operaciones propias de la institución y de las realizadas por cuenta de sus clientes. El Departamento realizó un gran número de operaciones de compraventa de títulos y acciones, participando en operaciones de conversión y suscripción de títulos nacionales, provinciales y municipales. Además, se encargó de las emisiones de acciones de compañías particulares y mixtas. La influencia del Banco Industrial en la Bolsa debería considerarse no sólo a partir de la compra directa de acciones de ciertas empresas, sino también a través de medidas indirectas. Por ejemplo, la orientación del mercado bursátil hacia los valores privados se aceleró con la conversión de títulos, que disminuyó los intereses que estos pagarían, operación en la que participó el B.C.I.A. También debería valorarse en que medida incidió en la cotización de las acciones la información referente al otorgamiento o no de créditos a ciertas empresas por parte del Banco. Al respecto véase Marcelo Rougier. *El Banco de Crédito Industrial Argentino y la política económica del peronismo, 1944-1949*, Tesis de Maestría, Facultad de Ciencias Económicas, UBA.

18. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. *Op. cit.*, p. 273.

19. *Idem*, p. 276. El subrayado es nuestro.

lantándose la plaza —como siempre ocurre—, a la posibilidad de tales fenómenos económicos.²⁰

Como factor adicional se mencionaba la elevada cantidad de acciones admitidas en la cotización (véase anexo, tabla 1), “cuyo exceso se produjo en buena parte por haberse exagerado el pago de dividendos en acciones, en momentos en que el inversor necesitaba de disponibilidad de efectivo”.²¹ El incremento constante del pago de dividendos en acciones era consecuencia del ya fuertemente perceptible proceso inflacionario en el que había caído la economía argentina.

En parte como respuesta a la demanda de los bolsistas, en junio de 1947 el gobierno creó el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM), pasando a integrar el Sistema del Banco Central. No existía ningún antecedente nacional ni internacional de una institución con estas características, salvo el Instituto Mobiliare Italiano (IMI), creado en una coyuntura muy particular, con atribuciones similares que luego fueron trasladadas al más conocido IRI. El Instituto podía realizar toda clase de operaciones en valores mobiliarios por cuenta propia o de terceros: comprar, vender, caucionar, etc. valores mobiliarios emitidos por los poderes públicos nacionales, provinciales, municipales, y por 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 funciones. Poseía un capital autorizado de cien millones de pesos, el cual fue integrado casi totalmente en los primeros meses²² por bancos oficiales y particulares: de ahí su condición de sociedad mixta.²³ De todas maneras, en su pasivo se contaban importantes redescuentos del Banco Central, los que permiten entender el crecimiento de sus operaciones mucho más allá de 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.

20. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. *Memoria Anual*, 1947, p. 21

21. *Idem*.

22. Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias. *Libros de Actas de Directorio*, acta n° 1, 29 de julio de 1947, “Se creó el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias”, en *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, junio de 1947, pp. 425–426, y “Camoati”, *Revista de Economía y Estadística*, n° 86, julio de 1947. El capital del Instituto no era menor. Sólo 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.

23. 50 millones 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 para aportar capitales. De estos cincuenta y dos, siete 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 Ltda., 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).

El objetivo declarado de este organismo era posibilitar la formación de un mercado de capitales a cubierto de las fluctuaciones, en el cual el ahorrista se encontrara lo suficientemente protegido como para facilitar la inversión de capitales en apoyo de actividades industriales y comerciales, cuyo fomento y desarrollo constituían un objetivo básico del gobierno. 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 privado".²⁴

Si bien el directorio del IMIM se reunió por primera vez a fines de julio, el Instituto venía actuando en el mercado desde el 12 de junio, dada la urgencia que había impuesto la crisis.

La depresión en las transacciones y de los precios continuó hasta mediados de setiembre. A partir de ese momento se inició una recuperación moderada en la cotización de los papeles particulares, con un ambiente de precios más estables. Ello era producto de las compras que realizó el Instituto, cuya cartera de valores mobiliarios ascendía al finalizar el ejercicio de 1947 a 174 millones de pesos, de los cuales 120 millones eran acciones. La mejor situación del mercado posibilitó el ofrecimiento público de valores de varias empresas que tuvieron buena suscripción.²⁵

Durante 1948 las transacciones adquirieron un notable incremento, 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.²⁶ A la par, las sociedades admitidas

24. IMIM. Libro de *Actas de Directorio*, n° 1, acta n° 20, 19 de julio de 1948. Estas expresiones dejan un hábito de duda sobre las funciones específicas de ambos organismos, aun considerando que el Banco Industrial era una institución especializada en créditos de habilitación, lo cual es absolutamente discutible. Al respecto véase Marcelo Rougier. *Op. cit.*

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

26. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. *Op. cit.*, p. 273.

en la cotización se incrementaban año a año (véase anexo, tabla 2). En cambio, el mercado de títulos públicos se mantuvo estancado.²⁷

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. Todo ello se traducía en un "auge peligroso de precios", señalado por la *Memoria del Banco Central*, escrita luego del derrumbe: "En efecto, al margen del desarrollo natural de los valores, se produjo particularmente en los últimos meses del año un acentuado movimiento especulativo en algunos papeles privados, que motivó el aumento exagerado de sus cotizaciones".²⁸

Economic Survey comentaba también el proceso días antes de la caída: "El crecimiento del mercado bursátil, propio de un país que se industrializa y requiere capitales obtenidos del ahorro constituido, ha coincidido con el abultamiento característico de los estados de inflación progresiva. Es difícil poder determinar qué parte corresponde a cada uno de estos factores en el extraordinario desarrollo del sector de las acciones. (...) Normalmente el comprador (...) paga más una acción porque considera que los réditos futuros compensarán la mayor inversión o únicamente porque cuenta con que la acción seguirá el curso de los otros precios a medida que se deteriora el poder adquisitivo de la moneda. Pero rápidamente, al ver la continuación del alza, se hace cuerpo en el inversor la idea de que las ganancias interesantes son las de capital y que no vale la pena esperar el fruto descontado. Y el movimiento se acelera por sustitución sucesiva de compradores llevados por esa idea, que es la transformación del impulso de inversión en impulso de especulación, mucho menos controlable. Al mismo tiempo aparecen nuevas capas de especuladores que no tienen nada de inversores, atraídos por lo fácil y lo mágico de la receta de hacer dinero en la bolsa".²⁹

La especulación era tal que en sólo cuatro acciones (Pesca, Globo, Doderó, Astra) se concentró la actividad del 50% del mercado bursátil en 1948. El fenómeno era advertido por algunos lúcidos analistas, dado que reflejaba "la anormalidad de nuestra bolsa que ha dejado de ser un mercado de capitales para transformarse en un lugar donde prevalece el espíritu de juego".³⁰ En particular se habían incremen-

27. No hubo nuevas emisiones de valores del Crédito Argentino Interno, y sólo se autorizó a cotizar valores públicos correspondientes a títulos provinciales y de la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires por un monto menor. Por otra parte, la inversión de los recursos de las cajas de jubilaciones en Obligaciones de Previsión Social, el 4%, permitió al gobierno atender los gastos que debían financiarse con lo producido por 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 % 1936.

28. Banco Central de la República Argentina. *Memoria Anual*, 1948, p. 70

29. *Economic Survey*, año IX, n° 413, 11 de enero de 1949, p. 9

30. *Economic Survey*, año IX, n° 414, 18 de enero de 1949, p. 12

tado las *operaciones a término*³¹ respecto a las de *contado*, y los precios de un grupo representativo de 20 acciones prácticamente se multiplicaron por 1,5 durante el año. 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 Banco.³²

A pesar de signos evidentes de actividades especulativas, los bolsistas afirmaban que "se consolida cada vez más, la preferencia del inversor estable por la colocación de su dinero en empresas mercantiles e industriales, a quien ofrece nuestro mercado un número importante de sociedades anónimas, cuya producción, rendimiento y perspectivas, las hace acreedoras a la confianza que se les dispensa".³³ Destacan, además, en claro mensaje a los poderes públicos, la misión de la Bolsa en la canalización del dinero inactivo y el ahorro hacia las empresas industriales, cuyo crecimiento reclamaba aumentos incensantes de capital, para provisión de maquinarias, instalaciones y materias primas. Resulta interesante contraponer estas opiniones con las vertidas por los mismos bolsistas una vez acaecida la crisis: "los capitales aflúan a la Bolsa en cantidades por demás significativas para volcarse, sin titubeos, en el mercado de acciones. Ante esta evolución frenética, de nada sirvieron los llamados de la prudencia que se hacían llegar continuamente a los inversores, quienes, por el contrario, aumentaron su impulso arrollador. La situación de extraordinaria bonanza en las cotizaciones no estaba respaldada en determinados casos por el estado económico y patrimonial de las sociedades emisoras o, por lo menos, no lo estaban en igual grado de magnitud. Existían, evidentemente, motivos circunstanciales que ejercían un peso decisivo en los inversores para abonar precios tan desmedidos."³⁴

Durante ese año, el IMIM intensificó sus actividades. Por un lado, compró títulos provinciales y de la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires para que sus

31. Las operaciones a plazo o a término son aquellas que se conciertan en un momento y se liquidan en otro, generalmente a fin o a mediados del mes corriente o del siguiente. Los motivos que dan lugar a este tipo de operaciones son múltiples. Sin embargo, frecuentemente, quien compra a término especula con una 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 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.

32. BCI. *Libro de Actas de Directorio* n° 9, folio 219

33. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. *Memoria Anual*, 1948, p.32

34. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. *Memoria Anual*, 1949, p. 26.

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; por el contrario, el Instituto se desprendió de una parte de su cartera de acciones ordinarias y preferidas.³⁵ 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 a 14, 6 millones, no por la venta en el mercado sino por el rescate de las acciones de la EMTA.³⁶

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.

Si bien todo era optimismo en el recinto bursátil y en el gobierno, en los últimos meses de 1948 la inquietud fue ganando a los bolsistas. En diciembre el presidente de la Cámara de los Comisionistas advirtió: "...el orden creciente de las operaciones no debe llevarnos a una euforia que nos haga perder de vista los demás factores que inciden en la solidez y perspectivas de la plaza... a principios del año 1947 las acciones de empresas privadas llegaban a precios topes (...) reacción plenamente justificada por el rendimiento económico de dichos papeles. Hoy cabe advertir que el sensible crecimiento de los gastos de producción, aumentados especialmente por el alza de salarios y cumplimiento de las leyes sociales, resienten las posibilidades de mantener iguales rendimientos, cosa que queda demostrada con los últimos dividendos pagados por las empresas de capital privado. De esto debe deducirse que el alza significativa de muchas acciones, después de la profunda depresión sufrida entre mayo y setiembre del año anterior, responde a otras causas, que no son precisamente las normales: la renta específica del capital que se invierte y las buenas perspectivas de las empresas. Deber pensarse, en consecuencia, que el inversor tiene otra mira que sale del canon clásico: que la cosa vale por lo que reditúa. Lo lleva a invertir, posiblemente, la idea de que debe tener el dinero colocado en bienes que tengan un respaldo físico, ante la continua inflación de nuestra moneda, basando su táctica en que si bien pierde intereses, defiende mejor su capital."³⁷

35. Además, durante 1948 continuó con el ofrecimiento público de valores de empresas privadas y comenzó a otorgar préstamos con caución de valores mobiliarios a empresas y particulares.

36. 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. La operación la realizó el IAPI con un crédito proporcionado por el Banco Industrial. Marcelo Rougier. *Op. Cit.*

37. Citado en *La Bolsa de Comercio...*, p. 278. Estas prescripciones contrastaban con la visión que sobre los negocios bursátiles se tenía poco tiempo antes. En efecto, a princi-

Varios elementos, entonces, se conjugarían para que la “chispa” incendiase el recinto de las operaciones bursátiles y el “crack” 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” imprimían su tónica.³⁸

La crisis

a) La dinámica de la crisis

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 en 1948 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 un descenso de los precios agrícolas, junto con una drástica caída de la demanda para exportación en nuestro mercado. Para enfrentar esta situación la economía argentina no disponía entonces de las reservas de divisas acumuladas en los años de la guerra, puesto que se habían utilizado, entre otros fines, en la repatriación de la deuda y en el proceso de nacionalizaciones.

Como resultante de este conjunto de factores se hizo evidente, para los últimos meses de 1948, que la situación se escapaba de control y un nuevo problema se sumó a las restricciones del sector externo: la escalada inflacionaria, que se situó en septiembre cercana al 50% anual.

A fines de 1948 las autoridades nacionales comenzaron a dictar disposiciones con el propósito de “concluir con la inflación”, o de por lo menos apuntar a su contención. Las primeras medidas buscaron reducir el déficit fiscal, lo que se logró en parte mediante la reducción de gastos de capital, de las compras de bienes y servicios, y la disminución de los subsidios a las empresas del estado. Además se aplicaron mayores restricciones a las importaciones.

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 “dejan-

pios de 1948 se señaló que “se advierte una manifiesta disposición por parte del inversor, a colocar su dinero en acciones ordinarias de empresas privadas; sana y conveniente evolución de la conciencia inversora, máxime en estos momentos en que el país ha alcanzado un serio rango en el orden industrial”. Bolsa de Comercio de Buenos Aires, *Memoria Anual*, 1947, p. 22

38. O. Altimir, H. Santamaría y J. Sourrouille. *Op. cit.*, p. 911

do a salvo aquellas actividades productivas de reconocida importancia social, a las que se puede fomentar mediante préstamos especiales".³⁹

A fines de octubre de 1948 el Banco Central emitió la circular N° 1.040 con medidas tendientes a detener la inflación, que complementaba las disposiciones impulsadas por el Consejo Económico Nacional mediante el Decreto del Poder Ejecutivo N° 33.425/48.⁴⁰ Esta circular estableció, entre otras cosas, la suspensión de préstamos de carácter especulativo por parte de los bancos, la disminución de los límites de redescuento, y el aumento en 1% de 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 aliviando así la presión sobre la demanda de bienes de consumo.⁴¹ 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 sólo se daba con industrias de interés nacional, o con las que ingresarán al país trayendo el personal necesario, para lo que se debía previamente solicitar la autorización del Banco Central. Esta última modificación implicó el cese de las colocaciones públicas de acciones que venía realizando el Instituto Mixto. El Instituto debió además suspender nuevas concesiones de préstamos. A mediados de diciembre 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".⁴²

Estas medidas restrictivas anunciaban "paños fríos" para la economía, menor liquidez y por tanto menores posibilidades de expansión de los negocios. Señales fuertes para un mercado tan sensible como el de valores, que se había expandido a la par que aumentaba el crédito a las empresas industriales. Esta situación sólo se entiende en el caso de que gran parte del crecimiento bursátil fuera especulativo, o si gran parte del crédito al sector industrial no era para inversión y se canalizaba a la especulación, o ambas 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 a ser el

39. Esta era la opinión vertida por José María Rivera. "Reajuste Económico", *Héchos e Ideas*, año VIII, tomo XIII, junio de 1948, pp. 450-452.

40. Estas habían 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.

41. "Comentarios económicos financieros", *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, año 38, n° 23, marzo-junio de 1950.

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

reemplazante de Miguel Miranda.⁴³ “Para aliviar la presión interna, el gobierno encontró una víctima expiatoria en el presidente del Consejo Económico Nacional. Se lo hacía objeto de infundios y rumores de corrupción, se le acusaba de prácticas sospechosas, de modo que el régimen creyó que su alejamiento sería recibido con agrado por el público.”⁴⁴

Quizás, como sugiere Rein, el público reaccionó con agrado, no así el “público” del recinto bursátil, que reaccionó con la misma sensación que describiera Carlos María Ocantos en su célebre *Quilito* de 1891: el pánico.

El martes 18 de enero, los rumores sobre el recambio en el gabinete, en el contexto de incertidumbre en la que había caído la economía peronista, generaron un profundo temor en la bolsa y los precios se derrumbaron abruptamente. Casi todas las acciones de empresas importantes cayeron, y mucho más lo hicieron aquellas acciones consideradas “especulativas” como lo eran las de SA Destilerías, Bodegas y Viñedos “El Globo” Ltda., y las correspondientes a la Compañía Argentina de Pesca, que perdieron 10% en un día (véase tabla 5). Estas dos últimas empresas contaban con los favores del gobierno, en especial de parte 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, con la que había comprado buena parte del paquete accionario de El Globo. La Cia. 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, 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.⁴⁵

43. Fuertes rumores de corrupción rodeaban la gestión de Miranda. Pocos meses antes de la prensa se había hecho eco “caso SILPA”, una falsa empresa italiana que había obtenido importantes créditos del Banco Industrial. Es probable que este caso haya sido utilizado también para aportar mayores elementos a la destitución de Miranda, “zar” y “mago” de las finanzas, hasta ese momento al frente del Consejo Económico Nacional. Marcelo Rougier. Op. Cit.

44. Raanan Rein. *Peronismo y Populismo*, Editorial de Belgrano, 1998, p.48.

45. El apoyo oficial a la Cia. Argentina de Pesca era parte de un proyecto para formar una flota de barcos para la caza de ballenas en las aguas de la Antártida, que incluía la construcción en astilleros británicos de un barco factoría con el nombre de “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”, *Clarín*, 18 de junio de 2000. Según el testimonio de 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 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. Banco Central de la República Argentina. *Testimonio de Juan Carlos Martiarena*, 1956, p. 37.

“El jueves de esa semana la crisis continuó y “el público se desembarazó de lo que había atesorado con fines especulativos como si quisiera sacarse de encima billetes falsos”.⁴⁶

Tanto los ahorristas como 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 comisionistas⁴⁷, noticia que fue recibida con aplausos por parte de los comisionistas y socios que se hallaban en el hall de la Bolsa.⁴⁸ Sin embargo la baja iniciada a fines de enero, que afectó básicamente a los papeles “especulativos”⁴⁹, 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 mundial 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 precisamente posible cual 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 se censuraba el temperamento adoptado sin previa consulta a ese organismo, y destacaba que las operaciones debían mantenerse dentro de las características del “mercado libre”. Luego de algunas 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 correspondió al cierre del día 16. Sin embargo, “la

46. *Review of de River Plate*, 28 de enero de 1949, citado por P. Lewis, p. 242. Es interesante señalar como 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 acontecimientos 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”; Bolsa de Comercio de Buenos Aires, *op. cit.*, p. 278. Como se ve, la crisis real de la economía hacia fines de 1948 es desconocida en esta presentación y se adjudica la causa a razones “inexplicables”.

47. Paul Lewis. *Op. cit.*, p. 242

48. La Prensa. 22 de enero de 1949.

49. El IMIM los llamaba “acciones consideradas de oscilaciones fuertes”. En el grupo se encontraban, además de las de Pesca y Globo, Astra, Banco Hogar, Negra Rey, Piccardo, Puerto San Nicolás, Puerto Gastre y Sol de Petróleo.

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".⁵⁰

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 S.A. 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 Bolsa de Comercio de Buenos Aires y del Mercado de Títulos de la misma, resuelve elevar a \$120.000.000 el importe que el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias destinará a financiar las operaciones a término que vencen mañana."⁵¹

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 la colaboración añadiendo argumentos muy considerables: "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 satisfacción de poder ofrecer la totalidad de los medios de pago para hacer efectiva esa diferencia... Creo que la liquidación se va a ir desenvolviendo normalmente. Los problemas los pueden crear los comisionistas que no tengan liquidez. A esos señores les rogamos hacerlo conocer a la autoridad; pero también es necesario que los que puedan adelanten. Debemos ayudarnos".⁵²

De todas maneras los comitentes no cumplían con sus compromisos, obligando a los comisionistas a entrar en mora con el Mercado. En tales circunstancias se solicitó al Banco Central 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 provocaría la suspensión inmediata de los comisionistas, cosa que se deseaba evitar por todos los medios. "Para suerte

50. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. *Op. cit.*, p. 280.

51. *Idem*, p. 281. Recordemos que se habían utilizado algo más de 50 millones con este fin durante 1948.

52. *Idem*, p. 282

de todos" en la segunda semana de marzo el Mercado dio termino a la liquidación de febrero. Y se hizo llegar una nota a las autoridades del Banco Central, 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 S.A. y la Compañía Argentina de Pesca ya no cotizaban."⁵³

Economic Survey reseñaba el quebranto en los siguiente términos: "...la valuación del capital de las 10 acciones especulativas ha declinado de m\$n1.132 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 m\$n1.500 a 2.000 millones, si no más, para todo el mercado. El quebranto es sencillamente pavoroso y tiene que influir sobre nuestra vida económica en todos sus aspectos."⁵⁴

b) La acción del IMIM durante la crisis

Es prácticamente imposible separar la dinámica de la crisis y su "solución" del accionar del Instituto Mixto. De todas maneras trataremos de ver ahora con mayor detalle la operatoria desplegada por el IMIM 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 Morales.⁵⁵ Esto es, la institución como tal no resolvió ninguna medida, sino que su

53. P. Lewis. *Op. cit.*, p. 243.

54. *Economic Survey*, 8 de marzo de 1949, p. 2. Entre el 17 de enero y el 25 de febrero (fechas de precios máximos y mínimos) Globo y Pesca perdieron más de 200 puntos, un 60%. Véase Tabla 5.

55. Asistieron a dicha reunión el Subsecretario de Finanzas y Vicepresidente del IMIM, Juan Honorio Bosio, los directores Eugenio Castelli, Rodolfo Garello (nuevo presidente del B.C.I.A. y quien fuera nombrado en la misma reunión vicepresidente 2do. del IMIM, con-

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 firma política de compra, que permitiera mantener en niveles razonables los precios de los papeles de inversión".⁵⁶ 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:

	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 n° 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 al "tocar" unos pocos papeles privados.

siderando "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 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 a un buen momento para jubilarse.

56. IMIM. *Libro de Actas de Directorio*, acta n° 33, 2 de marzo de 1949.

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

Valores	m\$n (en millones)
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 n° 33, 2 de marzo de 1949.

Un total muy 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.⁵⁷

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) no era aconsejable defender a todo trance el nivel de precios que prevalecía a principios de febrero, porque hacía necesario el comprometer una masa de fondos de extraordinaria magnitud, sin conseguir con ello la seguridad absoluta de mantener precios estabilizados. Además, esta actitud se contraponía a la declarada intención de contener los factores inflacionarios, considerada de alta prioridad por el funcionario; 2) se estimó adecuado sostener el mercado mediante compras moderadas y a precios escalonados; esto permitiría, con 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 mercado.⁵⁸

Como vimos, este nivel se estimó alcanzado el 18 de febrero, después de haber comprado alrededor de \$30 millones en acciones ordinarias y sin haber realizado

57. De todas maneras, al finalizar 1949 el crecimiento de la cartera sólo fue de \$97 millones, sumando un total de 467 millones, debido en parte a la transferencia que realizó al IAPI de las acciones de la Cía. Argentina de Navegación Doderó S.A. En este caso el Banco Industrial concedió los fondos al IAPI para que comprara las acciones que tenía el IMIM, que resultó con pérdidas por la operación, debido a la caída de precios. Como se ve, esto era parte de una enmarañada organización administrativa y contable en la que ningún organismo parecía tener bien especificadas sus funciones.

58. IMIM. *Op. cit.*, acta n° 3, 4 de marzo de 1949, f° 7.

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 de las 18 acciones ordinarias de mayor importancia descendieran de sus precios de ese día, para lo cual se incorporaron a la nómina original 9 sociedades anónimas "de las más sólidas y de buen mercado, que aún no figuraban".⁵⁹

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 \$53 millones al comitente Alfredo Ryan, que luego se amplió con \$ 2 millones más, amortizable en 12 cuotas mensuales consecutivas.⁶⁰ En 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 obligaciones.⁶¹

59. *Idem.*

60. *Economic Survey* acusó al gobierno y a 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 m\$ 53 millones para realizar 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 Art. 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*, año IX, n° 418, 8 de marzo de 1949, p. 4.

61. 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 impedía 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.

A fines de febrero, tomadas ya estas medidas, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires 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 Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias que salió a 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, si 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 general."⁶²

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

c) La salida de la crisis

Por decreto 12.793/49 se establecieron una serie de disposiciones con el fin de producir el "saneamiento" de las prácticas bursátiles, reglamentándose lo dispuesto en 1946. La reforma del estatuto de la Bolsa de Comercio 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 la Comisión de Valores, garantizando con su

Por otra parte, el Banco Industrial entregó a esta empresa un préstamo de tres millones de pesos el 25 de enero de 1949 por decisión del Presidente del Banco, Rodolfo Garelo, a su vez Vicepresidente del IMIM. En abril otorgaría un nuevo crédito para cancelar viejas deudas por 15 millones. 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 ésta reconocía el derecho inglés sobre los mares de la zona de Malvinas y Antártida. Banco de Crédito Industrial Argentino. *Libros de Actas de Directorio*, años 1948-1949 y *Libro de Actas Reservadas*, acta 474, complemento reservado, asunto n° 7, F° 28 y ss., 21 de marzo de 1950.

62. Transcripta en IMIM. *Op. cit.*, acta n° 3, 4 de marzo de 1949, f° 17

patrimonio el cumplimiento de todas las operaciones que se realizaran en sus ruodas. Además, se estipulaba la conformación de un fondo de garantía constituido, entre otros recursos, por el 50% de las utilidades anuales. Estas medidas garantizaban las transacciones bursátiles y posibilitaban acumular reservas para poder afrontar las situaciones de crisis.

También se regularon las actividades de los comisionistas de Bolsa. Se les prohibía registrar operaciones que no se correspondiesen con una negociación real, vender por cuenta propia valores de los que no fueran propietarios en el momento de la venta, etc.⁶³ En cuanto a las operaciones a plazo, se estableció un régimen de garantía que actuaría en función directa de las oscilaciones de los respectivos 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 eliminadas.⁶⁴

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; evitar revaluaciones y capitalizaciones de reservas más allá de ciertos límites, etc.

En un fuerte 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 seriedad".⁶⁵ 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 considera aconsejable".⁶⁶

La recaída bursátil continuó en el transcurso del año 1949. Las dificultades para la liquidación de gran cantidad de posiciones de "pases", prorrogadas desde febrero de 1949, influían negativamente en un mercado afectado por la crisis. "La disminución de montos operados, especialmente en el rubro acciones, denotaba

63. Es decir, se trataba de eliminar lo que en la jerga bursátil se conoce como "el bolsín".

64. Banco Central de la República Argentina. *Memoria Anual*, 1949, p. 87 y Juan Alemann, *La Bolsa, Técnica de la operación bursátil y análisis del Mercado de Acciones de Buenos Aires*, Selección Contable, 1956, p. 50.

65. Rafael Ariza, "Los mercados de valores". *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, enero-diciembre de 1957, p. 34.

66. IMIM. *Op. cit.*, acta n° 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, que se colocarían a las existencias de acciones ordinarias.

con claridad el retraimiento de inversores castigados por el *crac*. Las continuas bajas alejaban del mercado las posibilidades de nuevos inversores⁶⁷; mientras continuaban los movimientos especulativos.

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 ventas."⁶⁸

Evidentemente, 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 *Camoatí*, 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".⁶⁹ Durante todo el año el mercado se mantuvo muy deprimido y la tendencia vendedora de principios de año continuó hasta el fin del mismo, 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" cayeron en menor medida (véase anexo tabla 2). 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.

Luego de este año crítico el mercado de valores privados presentaría fluctuaciones importantes dentro de un marco deprimido. La lenta recuperación debido a la aplicación del régimen de anonimato⁷⁰ resultó interrumpida en 1952, produc-

67. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. *Op. cit.*, p. 293.

68. IMIM. *Op. cit.*, acta n° 37, 13 de mayo de 1949.

69. *Camoatí*, n° 108, mayo de 1949.

70. Este régimen —que bien puede considerarse una medida adicional para la salida del clima de depresión que se instaló en el mercado de valores luego de 1949— se estableció por vez primera en el país en 1950 (Ley 13.925). En pocas palabras consiste en lo siguiente: el propietario de acciones no tiene obligación impositiva a título personal por los dividendos que percibe o la ganancia que realiza con las operaciones de compraventa de acciones, está exento de incluir las acciones en la declaración de su patrimonio, y el estado se encuentra impedido de requerirle justificación del origen de los fondos

to de las medidas restrictivas del plan de estabilización. Los últimos años del gobierno peronista registraron una tendencia ascendente —a la par que se recuperó el crédito bancario— con fuertes altibajos en 1955 dada la inestabilidad política; en valores constantes, no alcanzó el volumen operado en efectivo en 1946. En ese momento, la caída del gobierno provocó ventas masivas que fueron absorbidas una vez más por el MIM. Sin embargo y pese a algunas intervenciones más, las nuevas autoridades decidieron la liquidación del organismo, transfiriéndose la cartera de acciones finalmente al Banco Industrial de la República Argentina.

Conclusiones

Hasta los años cuarenta existió un mercado de valores bastante bien organizado que proporcionaba fondos a largo plazo básicamente al gobierno nacional y provincial. Al hacerse crónica la inflación y desaparecer las viejas oportunidades, a fines de la década del cuarenta, el mercado dejó de cumplir esa función y se orientó a la negociación de valores privados, en la que se registraron fuertes altibajos que condujeron a la crisis de 1949. A partir de allí se alternaron períodos de auge muy breves y de depresión, que redujeron en gran medida la función del mercado de valores como fuente de capitales a largo plazo para las empresas, si es que alguna vez logró serlo.

En efecto, durante los primeros años del peronismo el mercado de valores se constituyó parcialmente como una fuente de capitales de largo plazo de las empresas industriales. La dimensión adquirida por las transacciones señala en forma relativa que la Bolsa permitió la canalización del ahorro hacia las empresas comerciales e industriales, por lo menos hacia 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 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 exis-

con los cuales ha realizado esas inversiones. Esta norma permitió que las transacciones de la Bolsa se dinamizaran con fondos provenientes del exterior negociados por medio del mercado negro o paralelo, y otros de origen interno generados por fraudes impositivos o sobrepuestos de artículos sometidos a control. La eliminación y reimplantación de este régimen o similares en años posteriores implicaban el “blanqueo” de capitales en sucesivas oportunidades, y explican en parte las fluctuaciones observables en la operatoria bursátil.

tía una gran cantidad de medios de pago disponibles para cualquier operación— y otros altamente especulativos, como hemos tenido oportunidad de ver. 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 ahíén más prácticamente vedadas. Y, 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, el bajo volumen negociado difícilmente le permitía desempeñar la función de canalizador del ahorro y de las inversiones.⁷¹ 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 por lo menos restringiendo este tipo de operaciones para aquellas acciones consideradas de especulación. Y si no pudo frenar el alza, tampoco evitó la caída, aunque si facilitó la “salida” de la crisis, financiando básicamente a un solo especulador. Federico Pinedo, quien abonaba por la liquidación del organismo señaló: “Es singular prueba de la aptitud gubernativa para dirigir con eficacia el mercado de valores, el hecho de que armadas las autoridades con todos los poderes imaginables, teniendo el control del crédito, el dominio del Banco Central y por su intermedio de la Comisión Nacional de Valores, y el poderoso IMIM, autorizado a actuar en la Bolsa con recursos ilimitados, se haya pasado por la terrible conmoción que fue el crack del mes de enero... y a raíz del cual han debido hacerse operaciones tan extraordinarias como la financiación de los *pases* por la entidad oficial y un préstamo a un particular —*foráneo*, como se dice en la jerga oficial— por mas de medio centenar de millones de pesos”.⁷²

Por otro lado, algunas conclusiones adicionales se desprenden de los entretelones de la relación existente entre el gobierno y los bolsistas. En este sentido se ha sugerido hace años, dada su identificación con los criterios más ortodoxos del liberalismo, que los hombres de la bolsa apoyaron toda proposición proveniente

71. Por otra parte, las medidas antinflacionarias 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 ser —si alguna vez lo había sido— un “banco habilitador”.

72. “Política conservadora, verdadera antítesis del peronismo” (1949) en: Federico Pinedo. *Trabajoso resurgimiento Argentino*, 1968, tomo 1, pp. 131–132.

de los gobiernos que no significara alteraciones de los esquemas tradicionales.⁷³ Con todo, las relaciones con el peronismo fueron altamente eclécticas, producto de las circunstancias en que se desarrollaban los negocios en el mercado de valores más que de las definiciones generales de la política económica peronista. En efecto, en 1944 la bolsa había ofrecido su tribuna a Perón, quien la utilizó para calmar los ánimos y disipar posibles temores sobre su actuación. En esa oportunidad la acogida de los bolsistas fue muy entusiasta. Sin embargo, un año después se desarrolló en la sede de la Bolsa la asamblea de agrupaciones gremiales para resistir los aumentos salariales y de aguinaldos. Esta fuerte oposición se diluyó rápidamente cuando Perón asumió como presidente, quien junto con Miranda fueron recibidos con elogios nuevamente en el recinto bursátil.⁷⁴ Pese a declararse liberales, las medidas nacionalistas e intervencionistas del peronismo no alejarán a los bolsistas del gobierno; más aún, aplaudirían varias de sus disposiciones.⁷⁵

Ahora bien, ¿por qué se produjo este cambio, o ¿por qué pese a declararse liberales se alinearían con un gobierno de tintes nacionalistas?, ¿qué beneficios otorgó el peronismo a los hombres de la bolsa?

En primer lugar, es indudable que el discurso nacionalista antiliberal y antioligárquico del peronismo se debilitaba notoriamente no sólo frente a los actores económicos y sociales poderosos —y para ello sólo basta con repasar los discursos de Perón en la propia Bolsa— sino en las definiciones concretas de la política económica. En segundo lugar, y quizás este trabajo aporte elementos que permitan explicar el acercamiento receloso de los bolsistas al gobierno, nunca antes el volumen de negocios de la Bolsa había experimentado un crecimiento tan acelerado (situación que no volvería a repetirse en el país durante muchos años), que si bien fue “limitado” por las crisis de 1947 y “frenado” por la de 1949, la interven-

73. Dardo Cúneo. *Comportamiento y crisis de la clase empresaria*, CEAL, tomo 2, 1984, pp. 195–198 y Ricardo Sidicaro. *La Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la representación de intereses empresarios*, CISEA, 1988. Este autor señala que los intereses empresariales en juego en la Bolsa no concuerdan exactamente con los de los operadores u agentes, aunque si comparten la defensa del capital y la idea de la libertad de mercado.

74. Respecto al mensaje véase: Bolsa de Comercio de Buenos Aires, *En un acto de gran magnitud, S.E. el Sr. Presidente de la Nación, Gral. Juan D. Perón y el Presidente del Banco Central, Sr. Miguel Miranda, explicaron en la Bolsa medidas de carácter económico y se refirieron a la financiación del Plan de Gobierno*, 1946.

75. Dardo Cúneo. *Op. cit.*, p. 196 y ss. Esta adhesión se manifestó, por ejemplo, frente a la nacionalización de los ferrocarriles y la constitución de 1949, en los pedidos de reelección de Perón, en el apoyo al Segundo Plan Quinquenal, en el duelo y los homenajes frente a la muerte de Eva Perón y en el descubrimiento de un busto de Perón en la celebración del centenario de la Bolsa. Sólo esbozarán críticas con respecto al accionar del IAPI, puesto que consideraban suficiente que el estado ejerciera un “adecuado control” en la comercialización de productos. A partir de 1951 la adhesión e identificación de la Bolsa con el peronismo será total.

ción del estado a través del IMIM permitió evitar mayores caídas y compensar pérdidas. Una vez más, como en tantas otras oportunidades en la historia argentina, los declarados liberales “saludaban” las medidas de intervención del estado en la economía, intrusión que —con justa moderación— permitía salvar antes que nada sus propios intereses.⁷⁶

Anexo

Tabla 1

Monto de las autorizaciones acordadas
(en millones de m\$n)

Años	Papeles de Entidades mixtas y privadas
1940	37
1941	33
1942	200
1943	107
1944	127
1945	238
1946	487 *
1947	687
1948	744
1949	543

Fuente: elaboración propia sobre la base de Banco Central, *Memoria anual*, 1949, p. 85.

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

76. Este saludo era sin dudas “culposo”. Si bien, como vimos, en documentos y cartas enviadas a las autoridades se pedía y reconocía la intervención, es notoria la escasez de referencias al accionar del IMIM en las Memorias de la Bolsa y nada se dice del crédito a Alfredo Ryan, al Mercado de Títulos, etc. Por el contrario, la resolución de la crisis de 1949 fue explicada por los bolsistas en función de los grandes esfuerzos y sacrificios que su institución y sus agentes habían realizado, prueba de ello es la siguiente afirmación: “en cuanto a la actuación que cupo a los comisionistas de Bolsa, debe destacarse que supieron hacer honor al prestigio del gremio, para lo cual no titubearon en llegar al sacrificio de su patrimonio personal, al superar dificultades creadas en muchos casos, por el incumplimiento de sus respectivos comitentes. Por su parte, el Mercado de Títulos y Cambios de la Bolsa de Comercio respaldó la situación creada con su patrimonio social, liquidando en su totalidad las operaciones registradas entre sus accionistas”. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. *Memoria Anual*, 1949, p. 27.

Tabla 2

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

Fuente: elaboración propia sobre la base de Juan Alemann, *La bolsa...*, p. 100.

Tabla 3

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
En Bolsa	Enero	10,7	4,8	5,9
	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
Otros Conceptos	Compras directas	@1,1	0	1,1
	Suscripciones	1,2	0	1,2
	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.

@Acciones Sansinena compradas al señor A. Ryan.

• Acciones del Grupo Dodero transferidas al IAPI.

Tabla 4

Promedios de precios Acciones Ordinarias 1948-49

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: Banco Central de la República Argentina, *Memoria Anual*, 1949.

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

Tabla 5

**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

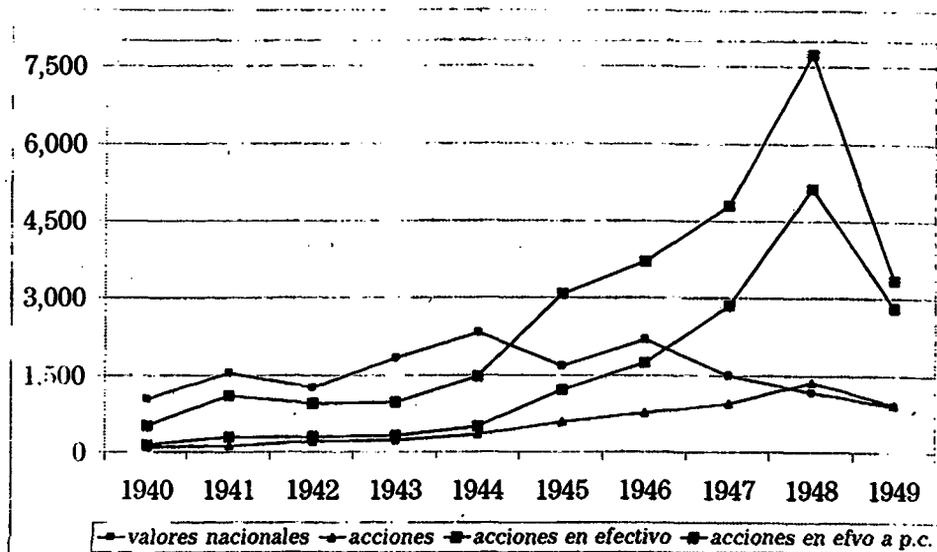
Febrero 1949 (días seleccionados)

	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

Gráfico 1

Transacciones realizadas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires,
1940-1949 (en millones de \$)



Fuente: elaboración propia sobre la base de BCRA, *Memorias anuales*; Bolsa de Comercio de Buenos Aires, *Memorias Anuales* y Juan Alemann, *La bolsa...*

Nota: Las cifras de valores nacionales y acciones esta indicada en pesos valores nominales. La serie acciones en efectivo esta expresada en m\$ñ. El total negociado en acciones en efectivo esta indicado en m\$ñ constantes de 1950.

RESUMEN

Este trabajo estudia las características del mercado de valores durante la década del cuarenta, con especial énfasis en los primeros años del gobierno peronista (1946-1949). En este período se registra un importante incremento en las transacciones de valores privados y un verdadero "boom" bursátil que culminó en una gran crisis. En este sentido, el interrogante que anima el estudio es el siguiente: ¿fue el mercado de valores un instrumento de canalización de ahorro hacia las empresas industriales durante esos años? Además, el trabajo analiza las estrategias (y capacidades) estatales orientadas a regular y promover el mercado de acciones, a través de diversas medidas y de la entidad que se institucionalizó para dicho fin en 1947: el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias (IMIM), organismo que completa un proceso de intervención progresiva del estado sobre los asuntos económicos.

En la primera parte del artículo se describen las características y evolución del mercado de valores en los primeros años cuarenta; luego, en un segundo momento, en el contexto de la política económica peronista se destaca la creación del IMIM y las particularidades de su intervención en dicho mercado antes y durante la crisis bursátil de 1949. 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 operación bursátil, que permiten explicar en parte su secular atonía posterior.

ABSTRACT

This paper studies the nature of the stock market during the forties, with particular emphasis on the early years of the Peronist government (1946-1949). In this period there was a significant increase in private stock exchange operations and a real stock exchange "boom" which ended in a serious crisis. In this sense, the question underlying this study is as follows: did the stock market serve as an instrument for channelling savings towards industrial companies during those years? Furthermore, the paper analyses state strategies (and capabilities) designed to regulate and promote the stock market, by different measures and through the body set up for this purpose in 1947: the Mixed Institute of Movable Investments (IMIM), an organisation that completes a process of progressive intervention in economic affairs by the State.

The first part of the article describes the characteristics and development of the stock market in the early forties; then, in a second period, in the context of Peronist economic policy, emphasis is placed on the creation of the IMIM and the peculiarities of its intervention in this market prior to and during the 1949 stock exchange crisis. Finally, some conclusions are outlined on the effects of the regulatory mechanisms used by the State and on the conditions in which the stock exchange operated, which help to explain its subsequent long-term weakness.