



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



La conversión de la deuda pública

Navone, Carlos Alfredo

1945

Cita APA: Navone, C. (1945). La conversión de la deuda pública.
Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios".
Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

INSTITUTO DE FINANZAS

"LA CONVERSION DE LA DEUDA PUBLICA"

Trabajo de Quinto Año Correspondiente al Alumno

CARLOS ALFREDO NAVONE

NUMERO DE REGISTRO: 7256

- Año 1945-

INDICE

Página

CAPITULO I

Concepto	1
División	1
Fundamento	5
Oportunidad	7
Condiciones que requiere: Principales y Accesorias- ventajas accesorias	8
Formas o tipos de Conversión	17
Efectos	18
Reglas de Leroy Beaulieu	20

CAPITULO II - LA EXENCION IMPOSITIVA DE LOS TITULOS PUBLICOS

Planteo (Concepto)	22
Principios que fundamentan la imposición	24
Alcance	26

II PARTE

LA CONVERSION EN LA PRACTICA ARGENTINA

CAPITULO III - CONVERSION 1933

Antecedentes mediatos	28
Antecedentes recientes	33
Autorización Legal	34
Conversión Deuda Interna	36
Conversión Deuda Hipotecaria	39

CAPITULO IV - DEL SISTEMA DE LA EXENCION AL DE LA GRAVACION

Evolución	43
Conversión 1941'	44
Autorización Legal	45
Decreto 105.021	48
Realización de la Operación	52
Condiciones a que se sujeto	53
Resultados	54
Conversión Cédulas Hipotecarias	58
Realización de la Operación	60
Tipos de Canje Adoptados	61
Cotización de los nuevos valores	62
Beneficios de la Operación	63

CAPITULO V - CONSECUENCIAS DE LA CONVERSION EN EL ORDEN NACIONAL

Estado del mercado en 1942	64
Conversión C.A.I., 1934	65
Situación de las entidades exentas de impuesto a los réditos	66
Colocación de valores en 1933	69
Nuevas conversiones y Rescates de títulos exentos: Rescate C.A.I. 1939-49	70
Conversión GHA	71

CAPITULO VI - CONSECUENCIAS DE LA CONVERSION EN EL
ORDEN PROVINCIAL Y MUNICIPAL

Valorización de los mismos	72
Transferencia de la Deuda de la Capital Federal	73
Conversión de la Prov. de Mendoza	75
" " " " " Sgo. del Estero	78
" " " " " Resultados	79
y Consolidación de Rosario	80
Buenos Aires	80
Santa Fe	82
Córdoba	84
Salta	85
Resultados	87

CAPITULO VII - CONVERSION DE 1944

Estado de la Plaza	88
Realización de la Operación	90
Texto del Decreto 15995-44	92
Resultados de la Operación	97
Emisión de Valores en 1944	97
Efectos del nuevo tipo de emisión	98
Cotización de los Títulos	101

CAPITULO VIII - TASA DE INTERES DE LOS TITULOS PUBLICOS

Evolución	102
Empréstito 1945-55	104

BIBLIOGRAFIA

OBRAS DE CARACTER GENERAL:

- Agote Pedro - Deuda Pública Argentina.
Beaulieu Leroy - "Traité de la Science des Finances".
Flora Federico - Ciencia de la Hacienda.
Massino Pablo B. - "Finanzas".
Nitti Francisco - Curso de Finanzas (Trat. de S. Oria).
Ruso Alejandro - Curso de Finanzas.
Terry José A. - Finanzas -
Wagner A - "Traité des Sciences des Finances" Trad. de Jules
Houjat Paris 1909.
Jerez Gastón - "Cours de Sciences des Finances"

OBRAS DE CARACTER MONOGRAFICO:

- Alvarez Poo. - Los títulos Públicos y el Impuesto a la Renta.
Bidabehere Fernando - Conversión 1933
Bidabehere Fernando - La Deuda Pública Argentina.
Ricci - Crédito Público Nacional.
Grassi I.L. y Barral Souto J. - Unificación y Conversión de
la Provincia de Buenos Aires.
Rocco Armando - La doble imposición Internacional.

PUBLICACIONES OFICIALES Y PARTICULARES:

- Memoria del Ministerio de Hacienda 1942-1943.
" del Banco Central de la República Argentina.
" Corporación de los tenedores de títulos y debentures.
Garcetti - Revista.
Guía del Rentista - Benvenuto y Cia.

CAPITULO I

TEORIA DE LA CONVERSION

La conversión de la deuda pública es el medio de que se valen los Estados para aligerar el peso de sus obligaciones. Es una operación de carácter limitado y particular que se aplica casi siempre a un solo tipo de deuda, empréstito u operación de crédito.

Aunque la reducción del tipo de interés es la forma más común no es la única ya que puede tener por objeto, disminuir y aun suspender la amortización, cuando un país se encuentra en apremios financieros a fin de no verse arrastrado a una situación de quiebra.

También, la conversión puede realizarse con el objeto de transformar una deuda temporaria en otra a largos plazos de amortización.

Existe igualmente conversión cuando se reemplaza una deuda flotante por otra consolidada.

El reembolso no es, por lo común el objetivo principal que persiguen los tenedores de títulos, quienes buscan la renta que producen mientras el capital goza plena garantía; si necesitaran disponer del capital, lo obtendrían mediante la negociación de los títulos en las bolsas y mercados de valores.

División:

Flora (1) sostiene que las conversiones pueden ser: forzosas, simples y encubiertas, libres y facultativas u opcionales.

Son forzosas simples cuando el estado reduce los intereses, no obstante la oposición de los acreedores, ya que

(1) Flora Federico - La Ciencia de la Hacienda-Tomo II
Pág. 430.

no podrían acrecentar los impuestos sin provocar desórdenes políticos o crisis económicas.

Los tenedores de los títulos aceptan esta situación a fin de evitar la pérdida de sus créditos ayudando al Estado a rehabilitarse.

En enero de 1914 el Gobierno Mexicano suspendió el pago de los intereses de la deuda interior y exterior por seis meses. Se declaró que los cupones que vencían en ese intervalo devengarían interés al mismo tipo de la deuda correspondiente. La medida estaba justificada por la necesidad en que se hallaba el Gobierno de consagrar los ingresos de aduanas, hipotecados a favor de países europeos, a obtener la pacificación del país. Es una moratoria que convierte el empréstito voluntario en forzoso y que los acreedores deben aceptar para no perderlo todo. Igualmente procedió el Brasil pagando los cupones de la deuda pública no en moneda sino en títulos de una nueva deuda llamada "funding", únicamente de la cual se pagaron en efectivo los intereses. Flora encuentra justificado este proceder respecto de la deuda exterior.

Las conversiones forzosas encubiertas se verifican:

- a) Si se reduce el servicio de la deuda mediante un impuesto especial sobre los intereses de los títulos emitidos.
- b) Si se reduce el valor de la moneda en que se pagan los intereses de la deuda, en consecuencia se reduce el capital de la deuda. Entre las conversiones encubiertas, es la más eficaz y la menos dañosa para la economía nacional. Se produce alza general de precios en proporción con la depreciación de la moneda nominal, y con ella un aumento general de los impuestos, sin el cual nada ganaría el Estado con la refor-

ma monetaria realizada.

Hay también conversiones libres, propias de las deudas redimibles, en las cuales el acreedor puede aceptar las condiciones propuestas por el Estado, quien sin el consentimiento de aquel no puede anticipar el reembolso del capital en forma distinta de la establecida por el cuadro de amortización. Si el Estado no puede realizar el reembolso del capital, compensa a los tenedores de los títulos con particulares ventajas, suficientes para retribuir la reducción del interés propuesta.

Existen también las conversiones facultativas u opcionales, en las cuales el Estado propone a la universalidad de sus acreedores la alternativa de consentir la reducción del interés nominal de la deuda o de aceptar el reembolso del capital a la par, reembolso que los portadores no pueden exigir, pero que el Estado puede efectuar cuando se les permitan la abundancia de los medios disponibles o la posibilidad de obtener a menor tipo de interés el capital equivalente al reembolsado. Así el Estado tiene el deber de efectuar la conversión.

Alejandro Ruzo (1), divide las conversiones en perfectas e imperfectas. Son perfectas cuando se realizan disminuyendo el interés sin aumentar el capital e imperfectas cuando se disminuye el interés, pero a condición de aumentar el capital.

Hay veces en que los Estados, al no encontrarse favorecidos por una situación financiera sólida y verse precisados a efectuar una conversión sin que concurren todas las causas que la hacen doctrinariamente procedente, necesitan presentar un aliciente especial a los tenedores de los títulos, que puede consistir en un aumento de capital. En consecuencia a la

(1) Curso de Finanzas 1933.

menor tasa de interés corresponde un mayor capital adeudado y por un mayor tiempo, las conversiones realizadas en estas condiciones se llaman imperfectas.

El mismo autor se refiere a las conversiones voluntarias y forzosas.

"Resultan voluntarias cuando el Estado no usa de ningún apremio para obligar al tenedor de los títulos viejos a que acepte los nuevos. Le ofrece sencillamente una opción entre su recibo o su cancelación. Si el prestamista los acepta, la conversión queda operada y si no los acepta, el estado le reembolsa el valor escrito".

"Las conversiones son forzosas cuando el Estado hace gravitar algún factor especial, algún medio, de coerción para obligar a recibir los títulos".

Según Leroy Beaulieu todas las conversiones tienen algo de obligatoriedad, porque el Estado siempre debe tener a su alcance algún medio que haga sentir su acción, para que la conversión no quiebre, cuando se obliga a los tenedores de los títulos a recibir el valor escrito de los mismos ya hay una coacción por parte del Estado, porque si bien reciben el dinero, ante la perspectiva de dejar de ganar interés y de tener que lanzarse en busca de otra colocación conveniente y segura de sus capitales, se ven obligados a aceptar los valores ofrecidos.

La conversión debe ser universal es decir, abarcar a todos los tenedores de títulos, antes había corporaciones religiosas que se amparaban en el Derecho Canónico a fin de no ser alcanzadas por las conversiones y tener así asegurada una renta determinada.

Los conflictos que así se originaban entre el derecho público financiero y el eclesiástico no podían resolverse sino modificando este último, para respetar el principio de la "conversión Adversus omnes". Nadie puede limitar o impedir la facultad del Estado de regular el interés de la deuda pública.

Hay personas jurídicas que están obligadas por ley a invertir parte de sus disponibilidades en títulos de la deuda pública, para ellas las conversiones no pueden denominarse facultativas.

Dentro de la técnica financiera las únicas conversiones recomendables son las voluntarias, salvo que se trate de situaciones extraordinarias, en las cuales el Estado se ve en la necesidad de disminuir el interés muy elevado que tienen ciertos títulos, o que para no suspender el servicio de la deuda pública en su totalidad se vea obligado a bajar la tasa del interés mediante un impuesto.

FUNDAMENTO

La conversión es una operación legítima, porque el Estado tiene, como mandatario de la colectividad, el deber de no perder ninguna oportunidad para aligerar el peso de las cargas tributarias.

El derecho de efectuar la conversión emerge de la facultad que tiene todo deudor de pagar. Es un derecho permanente que existe siempre, salvo cuando los títulos hayan sido expresamente declarados inconvertibles, lo que a veces ocurre por tiempo limitado.

Jesse (1) sostiene que el Estado no tiene la facultad pa-

(1) Jesse Gastón "Cours de science des Finances"

ra hacer una renuncia general y permanente a la conversión, ya que las generaciones actuales no tienen derecho de trabar la acción legislativa de las generaciones futuras.

El fundamento y la justificación de la Conversión (1) de la deuda del Estado se hallan en la ley del progreso, en el aumento de la riqueza pública y en la ley económica de la concurrencia. El capital social de cada país se ha acrecentado mucho con el adelanto, con los descubrimientos científicos y con el cumplimiento de leyes económicas tales como la libertad de trabajo y de cambio, la división del trabajo, el empleo de las máquinas, etc.; y como ese aumento deja muchos capitales inactivos, se acrecienta la oferta, naciendo la concurrencia, y correspondiendo por lo tanto menor precio, o sea tratándose de capitales, menor interés, porque no siendo este más que el precio del dinero, la disminución del tipo del interés es resultado del acrecentamiento de la oferta. Esta disminución del precio del dinero hace que a consecuencia de empréstitos antiguos, las naciones lo paguen actualmente al precio que tuvo al realizarse el empréstito, y que con el transcurso del tiempo se ha rebajado lo que resulta injusto."

El derecho estatal de convertir su deuda ha sido siempre mantenido por todos los gobiernos.

El estado tiene el derecho de liberarse por el reembolso de la deuda, manifestó en 1852 el M. de Hacienda de Francia. Por lo mismo puede decir a su acreedor, "consentid en una reducción del interés o reducid el reembolso de vuestro crédito.">

La oposición básica por parte de los interesados ha sido motivada por la reducción de las rentas, no así por la con-

(1) Masino - Curso de Finanzas - Ba. As. 1919

versión misma, por lo que se deduce que el interés personal no puede ser base de una argumentación suficiente.

Por la misma razón que el Estado no es un deudor corriente, puede en cualquier momento rescatar su deuda, aunque sea de carácter perpétua o vitalicia.

OPORTUNIDAD

El Estado en que se encuentra un país tiene gran influencia sobre la conversión de la deuda pública. Hay países que en momentos de apremio financiero se ven obligados a contraer empréstitos en condiciones desfavorables, a un tipo de interés muy elevado y a un punto de colocación muy bajo, cuando la situación varía y renacen las condiciones normales en la vida económica de un pueblo, surge la necesidad y la oportunidad de una conversión.

Ruzo agrupa las causas que determinan la oportunidad de realización de una conversión en tres órdenes: financieras, económicas y políticas.

Son causas financieras y económicas, las que originando un estado comercial determinado, traen por consecuencia, la entrada al país de una cantidad de medios de pago superior a la que sale, lo que determina una mayor abundancia de capitales disponibles para ser colocados en títulos o en otros valores mobiliarios. Por ej., el buen resultado de una cosecha en un país agrícola, altas cifras en la exportación de productos pecuarios en un país ganadero, o de productos elaborados en un país industrial.

La paz interior, el estado de buenas relaciones internacionales el orden en la administración pública, la armonía en-

tre los poderes del Estado, etc., son factores de carácter político que crean una situación de tranquilidad en el ambiente capitalista, tornando favorable el momento para la realización de cualquier operación de crédito.

Hay ocasiones en que la no presentación de las causas enumeradas más arriba determinan también un momento propio para la realización de una conversión. Hay crisis comerciales, que si bien determinan el retraimiento en la colocación mercantil de los capitales, puede no ser óbice para que estos capitales disponibles busquen su aplicación en los títulos del Estado.

A medida que se va disponiendo de mayor riqueza y de mayores capitales, el espíritu de prudencia se arraiga en la población y hace que se despierte el incentivo para colocar las reservas y los ahorros familiares en títulos del Estado, que dan una renta segura, aunque no muy elevada.

Dentro de la misma corriente, hay muchas entidades como ser Cajas de Ahorro, de depósitos, compañías de seguros que por disposición de las leyes que las crean o autorizan, están obligadas a invertir gran parte de sus capitales y reservas en títulos del Estado por razones de garantía.- Este hecho influye también para que haya mayor demanda de títulos de deuda pública.

CONDICIONES QUE REQUIERE UNA CONVERSION

Para que la conversión de la deuda pública pueda efectuarse con éxito, es menester que concurren diversos factores, fundamentales unos y condicionales otros.

Ante todo hay que admitir que los acreedores tengan interés en conservar el título aunque produzca menos, pues en caso

contrario se harán reembolsar... Y para que esto sea viable es preciso que otras inversiones de igual seguridad no brinden mayores ventajas. El precio del dinero debe ser tal que la reducción del interés ofrezca una conveniencia.

Para que las conversiones se puedan hacer y favorezcan verdaderamente las finanzas, deben ser, honestas y de escrupulosa exactitud.

Los títulos del Estado lanzados al mercado con un mismo tipo de interés valen más o menos según la confianza que inspira el emisor.

Habíamos dicho que la conversión requería el concurso de condiciones eficientes y ocasionales.

Según Flora (1) las leyes de la Hacienda en este aspecto no difieren de las físicas sino en la mayor variedad de condiciones de que depende la realización del fenómeno. Por consiguiente, cuando se afirma que la deuda próxima a los puntos de conversión es convertible, no se enuncia un principio de naturaleza diferente a aquel según el cual se dicen que el agua se congela a cero grados. Ambos fenómenos requieren la presencia de ulteriores condiciones, que serán una presión atmosférica dada y una cierta composición química, en el caso del agua, y una determinada situación económica, política y financiera, en el caso de la deuda.

Es condición eficiente, para la realización de una conversión la baja del interés, lo que permite al Estado obtener capitales a un precio menor.

El éxito de la conversión depende pues del nivel del ti-

(1) Op. Cit. Tom. II - Pág. 437.

po del interés corriente en el mercado, que regula el curso de los títulos, y cuya constante baja debe preceder de la conversión. Si el interés corriente es superior al tipo normal satisfecho por el Estado, los títulos descienden por debajo de la par y devienen inconvertibles, si es inferior, el curso de los títulos llega pronto al punto de conversión, expresado por Flora por las "cotizaciones correspondientes a la capitalización de su renta al tipo del interés corriente en el mercado."

Muchas veces ocurre que el interés de plaza es más bajo que el interés de los títulos y, sin embargo el momento no es conveniente para iniciar una conversión, ya sea porque la cotización de los títulos se mantiene por debajo de la par, debido a maniobras de los tenedores, o a que el gobierno no inspira confianza, o sea que el capital existente en plaza no es suficiente para responder a la demanda que determinara la conversión.

Toda conversión de signos cotizados por debajo de la par o a la par, pero distantes del punto de conversión, si no está destinada a fracasar por completo, requiere siempre compensaciones y operaciones accesorias, que anulan en parte los beneficios esperados o acaban siempre por aumentar el capital de la deuda, cuya presión tributaria se quería reducir.

La amenaza de conversión no influye sino sobre los signos convertibles, es decir, próximos al punto teórico de conversión, no sobre aquellos que aun estan distantes del mismo y que a veces tienden a contenerse por razones extrañas.

Aunque la baja de interés es la causa eficiente de la conversión la posibilidad de esta requiere, sin embargo, el con-

curso de causas ocasionales o accidentales.

Debe tenerse en cuenta, al iniciarse la operación que ella sea jurídicamente posible, esto es, que los títulos que se han de convertir, no estén sujetos a una inmunidad, por la que renuncia temporaria a la facultad de convertir que hubiera hecho el Estado.

La masa de títulos a convertir no debe ser de tal modo importante que haga peligrosa la oferta de reembolso a la par.

El Estado, cuando inicia la conversión, debe precaverse mucho de que esta no quiebre, a cuyo efecto es necesario que se provea de los recursos suficientes para reembolsar los títulos viejos cuyos tenedores no aceptan la conversión.

Puede ocurrir que los tenedores de títulos en conocimiento de que el Estado no tiene los recursos suficientes para cancelar los importes de los titulares que se resistan a la conversión, no acepten las nuevas obligaciones, ocurriendo entonces la quiebra de la conversión.

Ante tales perspectivas, la masa de títulos comprendidos en la operación debe guardar proporción con los recursos que disponga el emisor. Es con el fin de evitar la quiebra de las conversiones que en nuestro país van acompañadas de una emisión de iguales características, a la de los valores entregados en canje.

Las dificultades presentadas se han subsanado reduciendo la conversión a una o más series de títulos.

Se considera también como causa ocasional, el equilibrio en el presupuesto, porque si una nación no puede cubrir sus gastos anuales con sus entradas normales, completamente inoportuno es que se practique una conversión.

Se debe procurar en países como el nuestro, que con las conversiones no se sustraigan capitales, que tanta falta hacen en el desenvolvimiento de la economía privada. Si se canjea una deuda externa con capitales nacionales, en épocas normales, se quitarían medios a la industria y al comercio y además se produciría una devaluación de nuestro signo monetario, por las remesas que se harían al exterior, para retirar de la circulación los títulos que están en poder de capitalistas extranjeros.

Como consecuencia de la segunda guerra mundial, se creó una situación particular entre nosotros; al continuar nuestras ventas de productos y quedar huérfanos de importación, se fueron acumulando anualmente una gran cantidad de fondos como consecuencia del saldo positivo del balance de pagos. Para atenuar los efectos que en el orden interno trajo esta situación, se realizaron varias operaciones de repatriación de la deuda externa, así se atenuó un tanto los efectos perniciosos que la abundancia de medios disponibles en el público producía en la economía nacional.

Los autores recomiendan también, que la conversión sea acompañada de una disminución de los impuestos, así los contribuyentes encontrarían un aliciente directo en la operación al verse aliviados de una parte de la carga tributaria.

Las condiciones enunciadas, son las que deben reunir todas las conversiones que se realicen conforme a los dictados de la ciencia financiera, y a la que exclusivamente deben tener todos los países, porque, asegurando al Estado relevantes ventajas económicas y financieras, no acrecienta la cuantía de la deuda ni su presión tributaria; lo cual siempre es necesari-

rio cuando se quiera realizar la conversión de signos cotizados por debajo de la par, o apenas a la par, y por consiguiente a un tipo inferior al corriente en el mercado, único que determina los puntos teóricos de conversión.

La realización de las condiciones eficientes y ocasionales ya expuestas, explica el éxito alcanzado en algunas conversiones realizadas en Inglaterra, Francia, Italia, etc.

En Inglaterra la conversión de la deuda ha sido siempre la preocupación constante de los hombres de gobierno, y de las realizadas en el siglo pasado que sumaban diecisiete apenas cuatro o cinco pueden considerarse efectuadas por rebaja del interés, condición necesaria y suficiente para el éxito de toda operación de esta índole. Entre éstas encontramos la más antigua, efectuada por Roberto Walpole en 1714, con la disminución del interés del 6 en 5%, se obtuvo una economía de ocho millones; la realizada por Goschen en 1888 que por su feliz resultado se puede equiparar a la realizada por el Ministro Goulburn en 1844. La renta del 3% fué rebajada a 2½%, asegurando a los acreedores el tipo del 2,75% hasta 1903 y el tipo 2,50% hasta 1923, la operación que comprendió un capital de 14.000 millones de libras sobre una deuda total de -- 18.000 millones permitió a Inglaterra realizar desde luego una economía anual de 31 millones de libras, en los intereses, que desde 1903 fué de 70 millones. El proceso fué idéntico al seguido por el Ministro Goulburn, que propuso la conversión de 6.216 millones de libras de 3½% en 3½% por diez años y en 3% por veinte años, no agregando nada al capital de la deuda existente y asegurando al Erario una economía de 625.000 libras esterlinas hasta el año 1854 y de 1.250.000 hasta 1884,

año en que la deuda se habría hecho de nuevo convertible o reembolsable, a elección del Parlamento.

En Francia, de siete conversiones efectuadas entre 1825 y 1902 las de Tirard (1883) y Burdeau (1886), tuvieron éxito, la conversión llevada a cabo el 27 de abril de 1903, del 5% en 4%, por un capital de 6.803 millones, aseguró al Estado una economía de 34 millones en el servicio de los intereses; la del 17 de enero de 1894, del 4½% en 3½%, redujo el gasto de intereses en unos 68 millones, dejando, como precedente, inalterable el capital nominal del empréstito de 6.788 millones. La conversión Houvier, del 3½% ordenada por la ley de 9 de julio de 1902, aunque aseguró al Tesoro una economía de unos 36 millones de francos, y el capital reembolsado no fué sino de 1.724.970 francos sobre un total de 6.787 millones de francos, no puede ser colocada a esta operación entre las conversiones perfectas, por la existencia del premio de 2,25 francos por título concedido a los tenedores. Tampoco puede considerarse realizada de acuerdo a técnica financiera la hecha por el Ministro Bineau, según el decreto del 14 de marzo de 1852, en el que se rebajaba el interés del 5% en 4%, la paridad del 5% era muy incierta, a tal punto que iniciada la conversión el curso descendió bajo la par; de tal suerte que la operación habría fracasado con la reclamación del reembolso por parte de los tenedores sino hubieran intervenido las casas bancarias Pereire y Rothschild, que mediante sus compras, sostuvieron las cotizaciones.

La conversión italiana del 5% bruto y el 4% neto, que según Flora (1) ocupa el segundo puesto en la historia de las conversiones, fué ordenada por ley del 29 de junio de 1906, a-

(1)Op. Citad. pág. 449 (nota 1)

aseguró al tesoro desde el 1^o de julio de 1907 una economía anual de 20 millones de liras que desde 1912 se elevó a 40 millones de liras, cuando 3½% descendió automáticamente al 3¼%. La operación, facilitada por la constitución de dos consorcios, dirigidos, el interior por el banco de Italia, y el exterior por la casa Rothschild, que pusieron a disposición del tesoro, para los reembolsos y las adquisiciones encaminadas a sostener los cursos en los seis días de la conversión (2-7-julio de 1906) y en los siguientes a ella, evitando ruinosas bajas en las deudas convertidas.

En los Estados Unidos se ha hecho, en el breve período de 40 años una serie de conversiones por las que se han logrado reducir sucesivamente del 6% al 3%, y después al 4½, luego al 4, más tarde al 3½, al 3 y hasta en parte al 2%, los intereses de la enorme deuda contraída después de la guerra de secesión.

Se puede apreciar en los países adelantados que el tipo de interés tiende en ciertos períodos de la historia, con gran ventaja de la producción y de la distribución a bajar continuamente con tendencia a cero pero sin llegar jamás a él. El 2% no encontraría compradores.

Si no se cumplen las condiciones eficientes y ocasionales, ya expuestas, las conversiones son facilitadas por ciertos mecanismos como la reducción gradual del interés, la garantía de un largo plazo de inconvertibilidad, la concesión de primas e indemnizaciones.

La reducción gradual del interés, se asegura a los acreedores un tipo intermedio entre el nominal y el de conversión, durante un número determinado de años, y luego durante los a-

nos sucesivos, el tipo de conversión. A este tipo de conversión, escalonada o por grados o en dos tiempos, recurrió en 1844 Goulburn, al disminuir por 10 años la tasa de interés del $3\frac{1}{2}\%$ al $3\frac{1}{4}\%$ y luego al 3% , declarado inconvertible por veinte años. A la misma forma apeló Goschen en 1888 para la conversión de 14.000 millones de libras del 3% , aseguró a los portadores el $2\frac{1}{2}\%$ hasta el 5 de abril de 1903 y el $2\frac{1}{4}\%$ hasta el 5 de abril de 1923.

Flora (1) enuncia los inconvenientes de este sistema y dice: "Es cierto que no se halla exento de inconvenientes, presentes y futuros. Los primeros se refieren a la limitación de los beneficios del Tesoro, quien en lugar de realizar una economía inmediata, debe contentarse en el primer período con una ventaja limitada; los segundos al peligro de que cuando el tipo intermedio descienda automáticamente al tipo de conversión, el título convertido se cotice por debajo de la par, con grave daño del crédito público".

A la primera objeción, relativa al daño presente se puede oponer que la conversión de una enorme masa de títulos no es posible sin la concesión de primas, que equivalen siempre a lo que el Tesoro pierde en el primer período con la conversión escalonada.

Los daños futuros no son de temer, sino en el caso de que el tipo de interés corriente al término del primer período aumentase nuevamente, y el Tesoro por graves razones políticas y económicas, tuviese que contraer nuevos empréstitos.

Tal es el caso que sucedió a Inglaterra en 1903, cuando

(1) Flora op. cit. Pág. 451

el 2½% descendió automáticamente a 2¼%. La elevación en aquellos días del tipo de interés obligó al Estado a emitir los 3.000 millones de empréstito contratados durante la guerra de Transvaal, al 2½% primero y al 3% después, provocando así la depreciación del antiguo título, que descendió a 87 3/8, con grave daño de sus poseedores.

El peligro de que esa situación se presente puede evitarse adoptando el sistema americano, que consiste en reservar al Estado la elección de la fecha del segundo momento de la conversión, siempre que se realice dentro de un período preestablecido de algunos años.

La Garantía de un largo período de inconvertibilidad, variable de diez a veinte años, es empleado por los emisores con el propósito de infundir tranquilidad en los capitalistas al efectuar una conversión.

La concesión de primas, cupones complementarios, etc. reducen los beneficios de la conversión, especialmente si la deuda es voluminosa. La concesión de primas ha impulsado a los sindicatos que se encargaban de las operaciones financieras a comprar los títulos para beneficiarse con las mismas.

FORMAS O TIPOS DE CONVERSION

Son varias las formas que pueden tener las conversiones: A la par: cuando una renta supera la par y reúne las condiciones indicadas más arriba, el Estado ofrece una nueva emisión de valores o el reembolso a la par. Es lo más usual. Si los pedidos de reembolso amenazan ser numerosos, el Estado puede emitirlos por serie, Con saldo o perecuación: (1) No tiene por

(1) Estas conversiones son efectuadas cuando el Estado tiene necesidad de dinero pero no quiere recurrir a prestancistas.

finalidad reducir la deuda sino para procurarse nuevos capitales.

Debajo de la par: no dan ningún beneficio al Estado y consisten en ofrecer a los portadores de títulos de renta arriba de la par el cambio por otros debajo de la misma.

Con amortización: procuran al Estado un beneficio lejano, bajo esta forma se conocen las conversiones en anualidades terminables, que consisten en el cambio de los títulos de un fondo constituido en renta perpétua por nuevos títulos con amortización regular mediante el cual después de cierto número de años el empréstito es reembolsado; puede haber también conversiones en rentas vitalicias, para las cuales el plan de amortización varía según la duración de la vida de los tenedores del título. Es en realidad una operación de seguros.

Las conversiones diferidas tienen el efecto de reducir el interés de los títulos, no una sola vez, sino dos y hasta tres veces. Generalmente se trata de no servirse de este medio, porque resulta más conveniente esperar el momento propicio a una conversión rápida y completa.

EFFECTOS DE LA CONVERSION

La conversión de la deuda pública produce efectos diversos, ya sea en el orden, político, económico y social.

Según Flora (1), la conversión desde el punto de vista político elimina la inmunidad fiscal de los tenedores de títulos, que ganan ociosamente una renta que goza de una seguridad absoluta, con la característica de que en un momento dado pue-

(1) Flora op. cit. pág. 460.

den recuperar sus capitales con la simple negociación de los títulos en la bolsa.

Refuerza el crédito del Estado, garantía de su independencia, apartándolo de la posibilidad de verse envuelto en conflictos internacionales.

Desde el punto de vista económico, hace acrecentar la actividad de las bolsas de comercio, despertando el aliciente de la colocación del dinero en empresas de rendimiento, proporcionando trabajo a los obreros y desarrollando las actividades generales en el resto de la colectividad, dando lugar a que el Estado reciba nuevos recursos, mediante la aplicación de impuestos que gravan la circulación de la riqueza mobiliaria.

La conversión cuando se encuadra dentro de los dictados de la técnica financiera, da por resultado una disminución en los gastos del Estado, que trae consecuencias favorables, sobre todo en lo que se refiere al costo de la vida. En Francia, en siete conversiones que ha realizado desde 1835 a 1903, sustrajo a los capitalistas 150 millones de francos anuales de renta, e Inglaterra, cuando realizó su conversión, extrajo de golpe más de un millón de libras esterlinas sobre un presupuesto que no era más que de siete millones de la misma moneda.

Desde el punto de vista social las conversiones permiten que las deudas públicas se democratizen, saliendo de las manos de aquellos capitalistas a quienes ya no interese recibir títulos de menor interés, dando oportunidad para que se difundan en la población. En efecto, ocurrida una conversión, los fuertes tenedores de títulos los lanzan a la circulación, los negocian en las Bolsas, y esto permite que los pequeños ahorros se coloquen en estos valores, que entrando a la circulación,

se ofrecen al público, mientras los grandes capitalistas, en posesión de sus riquezas, se dirigen a colocar su dinero en otros mercados que le permitan obtener una renta superior.

Los capitalistas en estas circunstancias se vuelcan en países de poca importancia económica que ofrecen mayores atractivos para recibir capitales que les son sumamente necesarios para el desenvolvimiento de su economía, entre los cuales estaba colocada la República Argentina, hasta el final de la guerra 1914-1918.

Alejandro Ruzo en su obra (1) sintetiza las reglas enunciadas por Leroy Beaulieu, que dedica un profundo estudio a la conversión de la deuda, y que son las siguientes:

- I) La conversión es una operación legítima en la cual se cambia una deuda de alto interés, por otro de interés menor, principio que viene a afirmar, jurídica y políticamente, el derecho que el Estado tiene de realizarla.
- II) Las conversiones llamadas facultativas, se prestan a la crítica. Una conversión debe ser siempre obligatoria, el Estado debe estar dispuesto a reembolsar el importe de los títulos a los tenedores que se nieguen a aceptar los de menor interés.
- III) Las conversiones deben hacerse, tratando de no aumentar el capital. De lo contrario se cae en las conversiones llamadas imperfectas.
- IV) Se puede suspender el derecho de conversión durante un número determinado de años, para facilitar de este modo la aceptación de los nuevos títulos.

(1) Op. Cit. Tom. III Pág. 150

- V) Una conversión es impopular cuando se realiza en momento inoportuno, es decir, cuando no concurren las condiciones eficientes y accesorias que la hacen viable.
- VI) Una conversión puede abarcar un capital enorme, sin que la demanda de reembolso sea grande. Si la conversión ha sido planteada en debida forma y acompañada de todos los requisitos que deben reunirse, los tenedores de los títulos viejos se negaran a recibir los títulos nuevos y entonces tal demanda puede ser fuerte.
- VII) Cuando se presenta la oportunidad de hacerla el gobierno tiene el deber de hacerla.
- VIII) Las conversaciones deben ser siempre acompañadas de la revisión de los impuestos en una cantidad proporcional, para que sean realmente populares.

CAPITULO II

LA EXENCION IMPPOSITIVA DE LOS TITULOS PUBLICOS

La cuestión de la gravación o desgravación de la renta de los títulos públicos, ha sido muy debatida en la teoría y en la práctica.

En su primer momento, esta cuestión espinosa y grave (1), fue abordada con mucho apasionamiento.

La tentativa de gravar la renta de los títulos públicos fue acogida con viva resistencia, presagiándose toda suerte de calamidades sociales si se concretaba.

Hay una serie de factores de carácter económico-social que han influido poderosamente en el planteo del problema, con el resultado de que en la actualidad se considera la gravación de la renta de los títulos de la deuda pública en su verdadera acepción con la aceptación en todas las legislaciones positivas.

Los factores, son los siguientes:

Las guerras, que por la frecuencia de su realización, hace que figuren en los presupuestos sumas enormes para satisfacer los compromisos que ella trae aparejada.

La paz armada, produce los mismos resultados que el anterior. Los recursos destinados a la defensa interior y exterior, la preparación de ejércitos, insumen sumas enormes.

El pago de tales gastos se cubre mediante los empréstitos y los impuestos, estos tienen una fuente limitada, mientras que aquellos por su amplitud son el medio de que se va-

(1) Leroy Beaulieu la denomina cuestión espinosa en su "Traite de la Science des Finances, Tom II) pag. 552, edición 1906. Flora en su manual de la Ciencia de la Hacienda, Tom II), pag. 10, edición 1928, la denomina cuestión grave.

len los gobiernos en estas ocasiones, siendo el pago de los servicios una preocupación por el monto que alcancen.

El continuo aumento de los presupuestos de gastos, los gobiernos toman atribuciones día a día extendiendo su actividad a diversos sectores de la economía privada, con el consiguiente incremento de las erogaciones.

Las leyes sociales de seguros, invalides, jubilaciones, jornada de trabajo; el resguardo de la salud del capital humano (colonias de niños débiles, dispensarios, hospitales, asilos); el desarrollo de la cultura y educación, con el desarrollo de las universidades, escuelas especializadas, etc.

Las ideas de justicia y solidaridad nacional se van arraigando y así se ha dicho (1) que la miseria de una gran parte de la población es consecuencia de los sistemas imperantes de distribución de la riqueza y organización del trabajo.

La legislación fiscal contemporánea ha tratado de corregir esos inconvenientes y de ahí la implantación de los impuestos directos y en especial del impuesto a la renta con la discriminación de los distintos réditos sometidos a tasas diferentes con la consideración de la situación personal del contribuyente, con la aplicación de las tasas progresivas a las rentas mayores de un límite determinado, etc.

Frente a esta situación, en que se enfrenta la necesidad premiosa del Estado de recursos cada vez mayores para el cumplimiento de sus fines, por un lado; el deseo de que las cargas, en que dichos recursos se traducen sean repartidos entre los gobernantes de la manera más justa y equitativa, por otro; el problema que nos ocupa sigue discutiéndose con siempre i-

(1) A. Ruzo Op. cit. tom. 1 pág. 193 edición 1933.

gual interés pero encarado ya desde un punto de vista más nacional: el de la conveniencia puramente financiera y económica para la hacienda pública de la gravación de la renta de los títulos de la deuda pública o de su inmunidad.

PRINCIPIOS QUE FUNDAMENTAN LA IMPOSICION

Los títulos de la deuda pública no deben estar exentos del pago del impuesto a los réditos por exigirlo así, principios de carácter jurídico, económico, financiero y social.

Principios Jurídicos:

La Revolución Francesa de 1789, hizo germinar los sentimientos de igualdad, y desde esa época se ha expandido por todo el mundo.

"Todos los habitantes de un país son iguales ante la ley y las cargas públicas". Es la piedra angular en que el Estado moderno, fundamenta su razón de ser.

Todos los habitantes tienen derecho a participar en la vida política de una nación debiendo por lo tanto contribuir a su sostenimiento.

La tierra, el capital, el trabajo deben contribuir con su parte de utilidad a soportar el gasto que cuesta mantener la ley que los protege (1).

Principios económicos y financieros:

La igualdad de los habitantes de un Estado ante el impuesto implica la uniformidad del impuesto.

La igualdad debe ser entendida en su sentido de relación, o sea una igualdad relativamente proporcional, en el sentido de

(1) Alberdi J.A. - Sistema económico y rentístico de la Confederación Argentina, edic. 1921, pág. 196.

que todos los que estén en igual situación paguen el mismo impuesto.

Por lo tanto esa igualdad relativamente proporcional, lo es con relación a las facultades del individuo, o sea, a su capacidad contributiva o de pago.

Principios Sociales:

Reconocida universalmente la facultad de gravar las rentas de los capitales mobiliarios, surge esta pregunta ¿porqué se ha de eximir de igual tributo a la renta de los títulos públicos?

No existe diferencia entre el título emitido por un Estado y el lanzado a la circulación por una empresa comercial o industrial, uno y otro no son más que los títulos representativos de una parte alícuota de la deuda pública, por un lado; y privada por otro.

El Estado, que libera a sus papeles del pago del impuesto, consigue una finalidad contraria a sus intereses permanentes, se convierte en un competidor desleal de las emisiones particulares, valorizando sus títulos por la facultad que tiene de eximirlos del impuesto a que aquellos están sujetos, a fin de atraer hacia sus arcas los recursos que necesitan la industria y el comercio para su normal desenvolvimiento y expansión.

La liberación del impuesto a la renta de los títulos de la deuda pública, es un privilegio de carácter social, que no tiene razón de ser en la actualidad.

Así, para establecer la justicia, los títulos públicos deben estar sometidos, al derecho común en materia de impuestos.

ALCANCE DE LA EXENCION IMPOSITIVA

El empréstito es un contrato de mútuo, oneroso, que está legislado por el C. Civil (arts. 2240-2243) realizado por una persona de Derecho Público (Estado Nacional - Provincias - Municipalidades) con los prestamistas, con una garantía especial o fondo amortizante, inembargable y legalmente afectado al servicio del mismo por un acto de gestión, y no de imperio, que da lugar a la emisión de títulos de crédito, regidos por la ley comercial, que producen la obligación de restituir el importe del préstamo.

El Estado debe respetar la exención que ha prometido mientras esté en vigor el contrato celebrado con los tomadores de sus títulos. Si posteriormente cree necesario prescindir de ella, debe empezar por cancelar el convenio vigente (Si ha tenido la precaución de reservarse ese derecho) y formular uno nuevo, mediante la conversión.

En numerosas emisiones se ha abusado de la cláusula: libre de todo impuesto presente y futuro, la que tiene un valor jurídico muy restringido.

El legislador puede tener derecho a fijar compromisos temporáneos, pero no es justo que espere el porvenir y menos aún las generaciones futuras.

Ningún Estado del mundo, ninguna autoridad pública, cualquiera que ella sea puede política ni jurídicamente hacer promesas de inmunidad fiscal de valor perpétuo, elimitado a una categoría de personas por una categoría de bienes o de sus rentas.

La promesa realizada en tal sentido es revocable y la legislación que la ha establecido puede suprimirla o modificarla

no obstante la promesa en contrario.

"Fácilmente se ve que la exención fiscal acordada a los tenedores de títulos públicos es un perjuicio más que otra cosa. En todos los países donde los títulos de Estado tienen la promesa de una exención fiscal el curso no es superior o al menos no es superior de una manera apreciable, a las obligaciones de primer orden de sociedades territoriales o de grandes compañías ferroviarias" (1).

(1) P. Nitti - Trad. S. Oria.

terna denominados "Acciones de puentes y caminos", creados por la ley de 17 de octubre de 1863.

Art. 2º El retiro de los billetes del Tesoro se hará ofreciendo a sus portadores títulos a la par de deuda externa del 5% de interés y 1% de amortización acumulativa por sorteo y a la par, cuyo servicio se hará semestralmente. El gobierno tendrá facultad de aumentar el fondo amortizante. El cambio de los títulos se hará a razón de 103,33 pesos moneda nacional oro en los nuevos títulos, por cada cien pesos en billetes de Tesorería.

Como se ve esta conversión encuadra dentro de las llamadas perfectas, debido a que hay una rebaja en el interés y una emisión de nuevos títulos a la par.

Art. 3º En caso que los portadores de billetes del Tesoro o algunos de ellos no prefieran la forma establecida en el artículo anterior, el P.E. procederá a retirarlos de la circulación, pagándolos por su valor escrito en el término de un año, por medio del aumento proporcional del fondo amortizante en cada trimestre.

Esta ley no declaró ninguna inmunidad a favor de los títulos de la nueva emisión en el sentido de que no serían convertidos en un plazo determinado.

En 1888, durante el mismo Ministerio Facheo, se llevó a cabo otra conversión, los títulos de la deuda externa del 6%, en un monto de 27 millones de pesos moneda legal, los que fueron reemplazados por otros de 4½% de renta y 1% de amortización. El importe de esta conversión alcanzó a 26 millones de pesos oro.

En 1889, se realizó otra conversión también con muy bu-

nos resultados, que es conocida con el nombre de Doblas. Celebrado el convenio ad referendum entre los banqueros acreedores y el gobierno el 14 de junio de ese año, fué aprobado por ley - 2453, el 28 del mismo mes. Aquellos títulos que gozaban del 6% de interés fueron reemplazados por otros del 3½%. Esta operación se llevó acabo con el apoyo de la casa bancaria Stern Brothers, los cuales se obligaron a retirar del mercado europeo los saldos de los empréstitos autorizados por las leyes del 16 de noviembre de 1863 y 21 de octubre de 1876, conocidos por - títulos Hard-Dollars. El gobierno por su parte emitió 13 millones de pesos oro, en títulos de la deuda externa y 3½ de interés y 1% de amortización. Los banqueros se encargaban del canje, debiendo este realizarse sobre la base de 100 de los títulos anteriores por 103,33 de los nuevos.

Al finalizar el primer quinquenio del presente siglo, el Poder Ejecutivo se preocupó de efectuar la conversión de la deuda interna y parte de la externa, teniendo en cuenta que la situación económica y financiera del país era adecuada para la realización de esas operaciones, y considerando la plétora del dinero existente entonces en las plazas europeas por la baja del interés y de la tasa del descuento por el Banco de Inglaterra. Ante ese conjunto de condiciones favorables, el P.E. presentó al Congreso, en 1905 un mensaje en el que, entre otras consideraciones, exponía que si bien podía soportarse la deuda externa al 5%, era sumamente onerosa la del 6% siendo indispensable convertirla aún a costa de ingentes sacrificios.

En el mensaje se consignaba lo siguiente (1)

"La cancelación de la deuda externa del 6% de interés

(1) Reproducido en Alejandro Ruzo, *Tom. 3* pág. 254.

impone por las razones siguientes: por ser empréstito de moratoria que recuerda una época desgraciada para nuestro país; contiene garantías especiales que, necesarias en los días que se realizaron hoy deprimen el buen crédito del Gobierno; y, por último, es deuda de interés elevadísimo que impide la libre expansión del crédito cotizabile argentino y perjudica indebidamente al tesoro nacional.

"Para su cancelación, el P.E. se propone el empréstito externo con el 4% de interés, como máximo, o la conversión siempre que pueda realizarse en ventajosas condiciones, y, a falta de estos medios el uso del crédito, tanto interno como externo.

"La ciencia y la experiencia en otros países aconseja proceder de la manera que se se propone: principiar la cancelación o conversión de la deuda de mayor interés para en seguida convertir, en una o varias operaciones, y en uno o varios periodos, la deuda de menor interés.

El P.E. no descubre conveniencia alguna en involucrar en una sola operación deudas del 6 y 5%. Dejaría de ser una conversión con todas sus inherentes ventajas, para transformarse en una magna operación financiera de dudosos beneficios. No obstante, el proyecto adjunto, previendo el último caso, autoriza implícitamente al P.E. para realizar semejante operación, siempre que fuera ventajoso para el tesoro".

"En cuanto a la oportunidad de que se hace mérito, el P.E. si bien comprende que el éxito de toda conversión depende, en gran parte, del momento en que se realiza, no puede ni debe olvidar que la oportunidad se produce con la acción concurrente de dos factores principales: el estado del crédito de la na-

ción deudera y la situación de los mercados capitalistas y emisores. Nuestro crédito cotizante mejora notable y persistentemente. Dada la situación de la República, todas probabilidades son favorables a su progreso constante en lo futuro y sería imprudente de nuestra parte no contar con ese progreso inmediato y con la mejora consiguiente del crédito argentino".

"La situación de los mercados capitalistas es algo más eventual; puede cambiar favorablemente, sin que la previsión humana tenga cálculo alguno de probabilidades en que fundarse; pero, en cambio, bueno es tener presente que corresponde al gobierno deudor elegir la época. Entre la seguridad relativa de la mejora del crédito argentino y las eventualidades de cambios en la situación de los mercados emisores, considero prudente dar preferencia al primer factor, adoptándolo como principal base de criterio para el procedimiento a seguir".

"Por otra parte, exceptuada nuestra deuda del 6%, cuya cancelación se dispone, la conversión de 5 al 4% no urge. En tiempos normales las conversiones se hacen para desarrollo natural de las fuerzas progresivas, casos, ambos, que no son aplicables a nuestro país, desde que el producido en la renta supera a todas las necesidades, tendiendo a aumentar en lo sucesivo, y desde que la renta aduanera que es la principal, aumenta, a pesar de la disminución prudencial de sus derechos, debido a las rápidas expansiones de un país nuevo en pleno período de crecimiento".

"Unificar el tipo de nuestra deuda externa no es tampoco una razón que pueda justificar o explicar el apresuramiento. El P.E. no busca unificaciones contradas por la sencilla razón de que las considera perjudiciales para el libre desarrollo del

crédito. A no ser las que se producen naturalmente alrededor del más bajo tipo de interés como consecuencia de sucesivas conversiones, cimentadas estas en el creciente crédito, conviene que toda nación conserve deudas de dos o tres tipos distintos, consultándose, así, los diversos intereses de los capitalistas, de los especuladores e, indirectamente del mismo país deudor. En esta materia, como en todas las manifestaciones de la vida, siempre la exageración es dañina, ni muchos y variados tipos, ni uno solamente".

El proyecto del Poder Ejecutivo fué ampliado al sancionarse la respectiva ley, N^o 4600, del 21 de agosto de 1905, facultando la conversión de títulos de la deuda externa del 6% por otros del 4½%, a emitirse en el exterior, y otros de 5% internos.

Mientras por la modificación de la situación de los mercados europeos, fracasó la conversión externa, al encasarse la moneda la conversión de la deuda interna se llevó a cabo con el mejor de los éxitos. El 87% de los tenedores de títulos acordaron voluntariamente a canjearlos por los nuevos.

Antecedentes Recientes: En 1932, la Junta Consultiva de Hacienda dió a publicidad un informe en el cual aconsejaba al gobierno que tratara de promover negociaciones con los acreedores del Estado para obtener una reducción en el monto de los servicios de la deuda en condiciones honorables, rechazando la idea de una moratoria.

Este informe traducirá un movimiento de opinión en favor de la conversión, que se confirma con numerosos proyectos, algunos de los cuales se enuncian a continuación:

Una rebaja general de los intereses mobiliarios al 4%, pro-

plorada por la Confederación Argentina del Comercio, la Industria y la Producción, el Partido Demócrata Nacional, el Dr. Lisandro de la Torre, etc. Un canje por títulos del 4%, con aumento de capital para compensar la pérdida de intereses, propuestos por el Sr. Soares.

Un canje de títulos por otros de vencimiento más largo actualizando el capital de la deuda, sin modificar el interés establecido por la ley de Presupuestos en sus artículos 3 y 35 (año 1933).

En 1933, el Ministro de Hacienda Dr. Hueyo fué interpelado en el Senado, sobre la autorización al Poder Ejecutivo para ahorrar 50 millones en el servicio de la deuda por conversión de la misma. Se llegó a la conclusión de que por el momento no era posible la operación.

En el presupuesto para 1934, se hablaba de la unificación de la deuda, con disminución de intereses y modificación de la amortización.

La Comisión de Presupuesto y Hacienda de la Cámara de Diputados, con el propósito de disminuir los gastos destinados al servicio de la deuda, introdujo en su despacho una disposición que faculta al Poder Ejecutivo a canjear los títulos en circulación por títulos nuevos de la deuda interna y a negociar con los tenedores de títulos de la deuda externa convenidos con análoga finalidad.

Las disposiciones que la Cámara de Diputados sancionó, lo mismo que el Senado, fueron las siguientes:

AUTORIZACION LEGAL

Art. 35^º A fin de disminuir el servicio de la deuda consolidada y de unificar los diversos empréstitos o de reducirlos a un

menor número de categorías, queda autorizado el Poder Ejecutivo a proceder de inmediato al canje de los títulos de deuda pública interna que se encuentran en circulación, por otros títulos del mismo tipo de interés o a convertirlos en títulos de distinto interés o de distinta amortización, a cuyo efecto queda facultado para fijar, por disposiciones de orden general, las reglas conformes a las cuales se establecerá la paridad entre los diversos títulos hoy circulantes y los que se entreguen por canje o conversión.

Art. 26^º El P.E. podrá fijar un término no mayor de un mes y no menor de ocho días para que los tenedores de títulos de deuda interna expresen si aceptan o no el canje o la conversión de los títulos actuales por los títulos a emitirse de acuerdo con la paridad establecida por el mismo P.E. y a declarar que se pretenderá que el canje o la conversión es aceptado por los que en tiempo hábil no hayan hecho en forma manifestación en contrario.

Art. 36^º El Poder Ejecutivo podrá dar una bonificación en dinero o en títulos que no excederá del 2% del valor fijado a los títulos en el decreto sobre paridades, a los que se presenten y acepten en forma expresa el canje o la conversión dentro de un plazo dado, y a los efectos de la aplicación de las tablas de amortización respecto de los títulos no rescatados, podrá considerar como ingresados al fondo amortizante de cada empréstito, los títulos canjeados o convertidos conforme a las disposiciones de esta ley.

Art. 38^º queda autorizado el P.E. a negociar con los tenedores de títulos de deuda pública externa y con los bancos y casas bancarias que corrieron con la colocación de los mismos o ac-

túen como agentes de los empréstitos colocados en el extranjero, el canje, la unificación o la conversión de los títulos que hoy se encuentran en circulación, por otros títulos de igual o distinto interés y de igual o distinta amortización, aplicando las demás disposiciones fijadas para la conversión, unificación o canje de la deuda interna que sean pertinentes o a convenir con los mismos tenedores de títulos y con las mismas casas bancarias, otras modificaciones de carácter permanente o transitorio de las estipulaciones vigentes.

El diputado informante de la Comisión (1), en la sesión que la Cámara celebró el 21 de diciembre de 1932, se esforzó en justificar la medida proyectada, que luego se convirtió en ley. Después de referirse a que se habían propuesto las soluciones más extremas, hasta suspender intereses y amortización para disminuir el monto de los servicios de la deuda, mencionó que la experiencia mundial enseñaba que sólo mínima parte de los empréstitos de otros países se servían irregularmente y declaró que no se convertiría en abogado del cumplimiento de la deuda pública, y si bien creía que era muy serio atentar contra el crédito del país, creía, también, que era muy serio no tomar las medidas preventivas necesarias para impedir que el crédito del país se "voltee solo" y lleguen a producirse algunas de esas circunstancias en que, no por voluntad del deudor, sino por imposibilidad material, se suspenden los pagos".

CONVERSION DE LA DEUDA INTERNA

La realización de esta operación se veía facilitada por que la mayoría de los títulos se encontraban en el país, des-

(1) Diputado Federico Pinedo.

pués de consultados los principales tenedores conseguida la elevación de las cotizaciones, se dispuso la realización de la conversión por decreto 31.131 del 11 de noviembre de 1933, el monto aproximado en circulación era de unos 1.400 millones de pesos.

En el primer artículo del decreto se dice "El Crédito Público Nacional procederá a canjear todos los títulos o bonos emitidos por el Gobierno de la Nación, actualmente en circulación de 5½% y 6% de interés, contra entrega de títulos de distintas series, emitidos en pesos moneda nacional, que se denominarán "Crédito Argentino Interno" de 5% de interés y 1% de amortización anual acumulativa, por compra o licitación, cuando se coticen abajo de la par; y "Empréstito Patriótico" de 5% de interés y 1% de amortización acumulativa por sorteo a la par.

A pesar de las sugerencias que se hacían de rebajar el interés al 4%, el tipo adoptado fué del 5%, ante el temor del fracaso de la operación.

Se ofrecía la alternativa de aceptar los títulos ofrecidos o de recibir el reembolso en efectivo del dinero.

Se dió, un plazo del 13 al 20 de noviembre para aceptar una u otra modalidad, pero atraía a los tenedores de títulos con una prima del 1% en efectivo o en títulos a los que aceptarían el canje.

Las oficinas del Crédito Público, los Bancos de la Capital y de las provincias, los comisionistas de bolsas, tenían la misión de facilitar el canje suministrado los formularios especiales.

Se entregaba un certificado provisorio con cupones adheridos hasta que se imprimieran los nuevos títulos, y por último,

se eximia de impuestos presentes o futuros a los mismos.

Particularmente, el Gobierno se encargó de hacer propaganda sobre las ventajas de la conversión y aunque se habilitaron horas los pedidos de reembolso no podían despacharse con toda la rapidez necesaria. Esta propaganda y el temor de ver publicados sus nombres decidió a muchos rentistas a abandonar sus pedidos de reembolso, a fin de facilitarles la operación, se dictó el decreto 31.549 que reza:

"Las personas o sociedades que hayan presentado pedidos de rescate en efectivo y deseen transformarlos en solicitudes de canje por los nuevos títulos a emitirse, podrán presentarse al Cesgita Público Nacional directamente o por intermedio de un Banco o corredor de Bolsa, hasta el día 25 del corriente. A tal efecto, extiéndese hasta esa fecha el plazo para el pago de la prima del 1%, únicamente para los que deseen efectuar dicha operación".

Mientras tanto, las cotizaciones de los títulos nacionales del 5%, llegaban a la par y seguían subiendo. Como se pedía perjudicar al Estado en la conversión, se procedió a convertirlos y el 14 de noviembre el P.R. procedió a dictar el decreto respectivo.

La víspera del último día hábil (19 de noviembre) para efectuar el canje, el Ministerio de Hacienda informó que se habían verificado pedidos de canje (títulos del 6, 5½ y 5% de interés) por msn 1.041.213.800 y de reembolsos por 52.928.400 pesos, a los que deben deducirse anulaciones por 5.714.200 pesos. Como la circulación total era de \$ 1.598.524.200 el éxito de la conversión se manifestaba, ya que los canjes representaban el 65.50% contra un pedido de reembolso del 2.95%.

El día 20 las aceptaciones de canje alcanzaban al 75% y los pedidos de reembolso al 5%.

Al finalizar la operación el 93,1% de los tenedores de títulos de la deuda interna aceptaron el canje, el 5% (80 millones) pidieron el rescate en efectivo y el resto, 30 millones, o sea el 2%, quedó convertido por vencimiento del término acordado para aceptar la conversión o pedir el rescate.

CONVERSION DE LA DEUDA HIPOTECARIA

Cuando se decidió la conversión de los títulos nacionales, las cédulas hipotecarias cuyas cotizaciones oscilaban alrededor de 87% subieron hasta llegar a la paridad.

El P.E. se dió cuenta de inmediato de la perturbación que para el mercado de valores significaban estos papeles y que podía dañarse el éxito de la conversión, por lo que por estar estos papeles en su punto de conversión y en la facultades del Banco Hipotecario Nacional de aumentar el fondo amortizante y modificar el interés, decretó el 14 de noviembre de 1933 la conversión de las cédulas hipotecarias argentinas.

Se suspendió ese día en nuestro mercado bursátil la cotización de las mismas y de inmediato las autoridades correspondientes se dedicaron a estudiar el procedimiento a que debía ajustarse la conversión de esos papeles.

En el decreto N° 31.550 se dieron a conocer las normas a que se debía ajustar la conversión.

Se ofrecía al público cédulas del 5% de interés y 1% de amortización, más una prima de 1% en efectivo a los tenedores de cédulas del 6% que en el término comprendido entre los días 23 y 29 del mes de noviembre acepten la conversión.

Las series retiradas de la circulación eran la K, L, C, H, A,

6% y de la 1a. a la 39a. inclusive. El primer cupón adherido del 6% sería abonado a su vencimiento.

El monto de la circulación de las cédulas pasaba de 1,300 millones de pesos moneda nacional.

El artículo 3o. del decreto establece la exención del impuesto a los réditos de las cédulas y de sus cupones.

La operación se justificaba por lo dispuesto en el Art. 17 de la ley 10.676, que autorizaba al Banco Hipotecario Nacional a extender cédulas al portador de un interés fijo anual no superior al 6% y de una amortización anual acumulativa no menor de 1%, y por el artículo 24 de la ley 8.172, que expresa que el banco podrá aumentar el fondo amortizante cuando lo creyese conveniente. Pero como en el contrato de préstamo se supone la emisión de cédulas, toda reducción de intereses deben ser consentidas por los tenedores, se dió a esta conversión el carácter de facultativa, así los acreedores del banco no podían argumentar que se efectuaba una injusticia.

El resultado de la conversión se expresa en la nota enviada el 6 de diciembre por el presidente del Banco Hipotecario Nacional al Ministro de Hacienda de la Nación,

Solicitudes de Canje	mfn	1.240.380.775
Solicitudes de Rescate	"	21.773.950
Cédulas convertidas de hecho por vencimiento del plazo	"	99.550.875

Las cantidades que anteceden demuestran del éxito alcanzado por esta operación.

Una vez terminada la operación, el Directorio del Banco Hipotecario se ocupó de la emisión de los nuevos títulos del 5% y el 28 de diciembre de 1933, por intermedio del Poder Eje-

cutivo se dictó el decreto 33.729, que es transcrito a continuación:

- Artículo 1º** El Banco Hipotecario Nacional dispondrá la anulación de las cédulas hipotecarias argentinas de 6% de interés y 1% de amortización acumulativa. Serie L; Cédulas Hipotecarias Argentinas 6% y la. a 39a. de las leyes Nos. 8.172, 10.676, 9.155, - 11.259 y 11.576.
- Artículo 2º** Las cédulas cuya anulación se dispone por el artículo anterior, serán reemplazadas por las nuevas cédulas de 5% de interés y 1% de amortización anual, en la forma que se establece a continuación:
- a) Las Cédulas de las Series 21a. y 22a. y Cédula Hipotecaria Argentina 6%, se transformarán en "Cédulas Hipotecarias Argentinas 1934, 5% Serie A" con cupones semestrales con vencimiento al 1-1 y 1 de julio de cada año.
 - b) Las cédulas de las Series K, 9a., 10a., 19a., 20a., 29a., 30a. y 39a., se transformarán en "Cédulas Hipotecarias Argentinas 1934, 5% Serie B" con cupones semestrales con vencimiento al 1 de febrero y 1 de agosto.
 - c) Las Cédulas de las Series L. 7a., 8a., 17a., 18a., 27a., 28a., 37a., y 38a., se transformarán en "Cédulas Hipotecarias Argentinas 1934, 5%, Serie C" con cupones semestrales con vencimiento al 1 de marzo y 1 de septiembre de cada año.
 - d) Las Cédulas de las series 3a., 4a., 13a., 14a., 23a., 22a., y 34a., se transformarán en "Cédulas Hipotecarias Argentinas 1934, 5%, Serie D., con cupones semestrales con vencimiento al 1 de abril y 1 de octubre de cada año.
 - e) Las cédulas de las series 1a., 2a., 11a., 12a., 31a., y 32a., se transformarán en "Cédulas Hipotecarias Argentinas 1934, 5% Serie E", con cupones semestrales con vencimiento al 1 de mayo y de noviembre.
 - f) Las cédulas de las Series 5a., 6a., 15a., 16a., 25a., 26a., 35a., y 36a., se transformarán en "Cédulas Hipotecarias Argentinas" 1934, 5% serie F. con cupones semestrales con vencimiento al 1 de junio y 1 de diciembre de cada año.

La situación de los deudores del Banco después de la conversión de las Cédulas fué contemplada en el decreto Nº 33.957

del 20 de diciembre de 1933, cuyo texto estipula que los préstamos hipotecarios en cédulas quedan prorrogados por el término de duración de los nuevos títulos (36 años) y el monto de la obligación hipotecaria lo constituirá la deuda actual del capital. Si hubiera mora se agregará el importe de los servicios atrasados.

Alejandro Ruzo (1) dice comentando la conversión de 1933 "Aplicando, la técnica financiera, más exigible en cuanto a las prácticas del crédito público que en cualquier otra rama de ciencia de las Finanzas, débese calificar esa operación de una conversión imperfecta, es decir, aquella en la cual el Estado obtiene la finalidad que se propone de reducción del interés o bien del servicio o alivio de otras condiciones onerosas aceptadas en momentos de apremio, pero a cambio del aumento de la deuda. Tal es un sistema anticuado, desalojado de la práctica de las naciones que ajustan el uso de su crédito a los principios que la ciencia enseña y el honor de las naciones afirma".

(1)OP. Citad. Tom III, pág. 264, edic. 1933.

CAPITULO IV

DEL SISTEMA DE LA EXENCION AL DE LA GRAVACION

Evolución

En 1933 se estableció el impuesto a los réditos por la ley 11.682, es recién cuando se empieza a hablar de exención.

La exención parcial en la cual subsistían títulos exentos y títulos gravados, fué evolucionando para dar paso a la concepción de la supresión total del impuesto a los réditos en los títulos públicos, con disposiciones liberatorias que se venían repitiendo en la ley de presupuesto en los últimos años.

Esta situación de privilegio para los tenedores de títulos de la deuda pública no duró mucho, el 22 de julio de 1941 se elevó por conducto del Ministerio de Hacienda, un proyecto de ley según el cual quedarán sujetos al impuesto a los réditos los intereses de los títulos, letras y demás obligaciones que emitan la Nación, las provincias y las municipalidades. Quedaban igualmente sujetos a dicho gravamen los intereses de las cédulas que emita, a contar de la fecha indicada, el Banco Hipotecario Nacional y los intereses de los demás títulos, cédulas, bonos, acciones, y otras obligaciones, que emitan entidades oficiales o mixtas de la nación, provincias y municipalidades que hayan gozado hasta entonces, en virtud de disposiciones permanentes, de la facultad de emitir valores libres del gravamen.

Fundamentaba su iniciativa en que, tanto el Poder Ejecutivo como los distintos sectores del Congreso, han coincidido unánimemente en la conveniencia de no extender ulteriormente ese privilegio a las nuevas emisiones.

La iniciativa, como se puede observar, contemplaba una sola parte del problema: las emisiones futuras.

Respecto a las existentes, el mensaje decía que "debe manifestarse claramente que tal proyecto no afecta los derechos de quienes adquirieron títulos emitidos con la promesa de su exención, fundada en la ley nacional".

El mensaje señalaba que la medida propuesta representaba el paso inicial indispensable para lograr, sin perjuicio de lo dispuesto por las leyes en vigor, que paulatinamente la renta de los valores públicos quede sometida al mismo régimen que gobierna a todos los demás réditos.

Entonces, se fijaban dos etapas a cumplirse en el proceso del paso del sistema de la exención total al de la gravación total.

Las emisiones nuevas, se lograría el fin propuesto con la sanción de la ley proyectada.

Las emisiones en circulación, se cumplirían mediante el retiro de las emisiones existentes en el mercado, se empleó para ello el procedimiento de la conversión que como se ha dicho es una operación que permite al Estado reducir el servicio de la deuda con el consentimiento de los acreedores.

CONVERSION DE 1941

El objeto de la conversión no era pura y exclusivamente el de rebajar la tasa del interés sino también de eliminar el privilegio de la exención.

Así lo expresó terminantemente el Poder Ejecutivo al dirigirse por radiotelefonía el 6 de noviembre de 1941.

"Es del dominio público que la exención tributaria de los valores nacionales solo obedecía a factores transitorios

y que llegaría el momento en que, por razones indiscutibles de justicia impositiva todos los réditos serían puestos en igualdad de condiciones ante la ley. Nadie en verdad, ha reclamado para sí en nuestro país el privilegio de la exención impositiva, y es bien conocida de los inversores la política del Poder Ejecutivo, repetidamente anunciada y que ha encontrado eco en el Congreso, de someter la renta de los valores públicos al mismo régimen que los demás réditos.

"Ha llegado el momento de terminar con esa situación de privilegio. El Estado, haciendo uso de un legítimo derecho estipulado en los contratos de emisión, rescata mañana sus papeles, pagando en efectivo su valor a la par, extinguiendo en esa forma la gran masa de los títulos exentos, y ofrece, al mismo tiempo, en lugar de ellos una gran emisión de nuevos papeles sujetos al pago del impuesto a los réditos".

"El Ministro de Hacienda de la Nación refirmó los mismos conceptos en los siguientes términos:

"La necesidad de imponer gravamen a la renta de títulos es una exigencia de la conciencia nacional. No es posible que exista una sola renta privilegiada mientras las demás se gravan. La exención que se justificó en su hora es natural que sea suprimida en la primera ocasión propicia".

Autorización Legal:

En la ley de presupuesto de cada año se viene reproduciendo desde 1933, disposiciones sobre conversión de títulos:

Los artículos del presupuesto vigente en 1941, que cita el decreto de conversión, cuya transcripción se hará más adelante, establecen lo siguiente:

Artículo 26º (Artículo 31 de la ley 12.599 t.o) A fin de dismi-

nuir el servicio de la deuda consolidada y de unificar los diversos empréstitos o de reducirlos a un menor número de categorías, queda autorizado el P.E. a proceder inmediatamente al canje de los títulos de deuda pública interna que se encuentran en circulación por otros títulos - del mismo tipo de interés y amortización o a convertirlos en títulos de distinto interés o distinta amortización, a cuyo efecto queda facultado para fijar por disposiciones de orden general las reglas conforme a las cuales se establecerá la paridad entre los diversos títulos hoy circulantes y los que se entreguen por canje o conversión.

Artículo 27º El Poder Ejecutivo podrá fijar un término no mayor de un mes y no menor de días, para que los tenedores de títulos de deuda interna expresen si aceptan o no el canje o la conversión de los títulos actuales, por los títulos a emitirse de acuerdo con la paridad establecida por el mismo Poder Ejecutivo, ya declarar que se entenderá que el canje o la conversión es aceptado por los que en tiempo hábil no hayan hecho en forma manifestación en contrario.

Artículo 28º El Poder Ejecutivo podrá dar una bonificación en dinero o en títulos, que no excederá del 2% del valor fijado a los títulos en los decretos sobre paridades, a los que se presenten y acepten en forma expresa el canje o la conversión dentro de las tablas de amortización respecto de los títulos no rescatados podrá considerar como ingresados al fondo amortizante de cada empréstito los títulos canjeados o convertidos conforme a las disposiciones de esta ley.

Artículo 29º queda autorizado el Poder Ejecutivo a convertir la deuda pública externa en interna y viceversa y negociar con los tenedores de títulos de deuda pública externa y con los bancos y casas bancarias que corrieron con la colocación de los mismos o actúen como Agentes de los empréstitos colocados en el extranjero, el canje, la unificación o la conversión de los títulos que hay se encuentran en circulación, por otros títulos de igual o distinto interés y de igual o distinta amortización, aplicando las demás disposiciones fijadas para la conversión, unificación o canje de la deuda interna que sean pertinentes, o a convenir con los mismos tenedores de títulos o con las mismas casas bancarias, otras modificaciones de carácter permanente o transitorio de las estipulaciones vigentes.

Se objetó la validez de las conversiones, por considerarse que no eran suficientes las disposiciones invocadas por el P.E.

Así, el Poder Ejecutivo ha gravado por vía de contrato -el de la emisión de los nuevos títulos- réditos declarados exentos por una ley de la Nación. Se debía entonces derogar esta disposición legal.

En cuanto a los títulos Crédito Argentino Interno se decía que el Poder Ejecutivo tenía si, autorización para convertir sus títulos pero mientras no fuera derogada por ley la exención vigente, no podía emitir otros en su reemplazo sino dentro del régimen legal imperante.

A las Cédulas Hipotecarias, no eran aplicables los artículos consignados en el presupuesto. Por otra parte, el Poder Ejecutivo -se decía- "no podría hacer la conversión desde el momento en que no es parte en el contrato de emisión realizado entre el Banco y los suscriptores" (1).

Desde un punto de vista estrictamente jurídico estas objeciones son acertadas, pero si se quiere dar cumplimiento a estas reglas, muchas veces se perderían ocasiones propicias para realizar conversiones, ya que mientras se cumplen pueden no perdurar las circunstancias que la hacen viable.

Así, se subsanan los inconvenientes que se presentan en este sentido solicitando la aprobación al Congreso de la conversión realizada.

Las condiciones que presentaban la plaza para la realización de la conversión eran sumamente favorables, la operación realizada revistió todas las características que exigen la teoría de la ciencia financiera. El Gobierno estaba en condiciones de poner a sus prestatarios en la alternativa de optar entre el rescate del capital y la reducción del interés

(1) Editoriales aparecidos en "La Prensa" el 10 y 12 de noviembre de 1941.

opción que estos han podido ejercer libre y espontáneamente.

Esta circunstancia contribuyó a dar prestigio a la conversión pues aun perduraba en el medio bursátil y financiero la desfavorable impresión dejada por la forma en que se ejecutó la conversión de 1933.

Si se hubieran cumplido con los requisitos de carácter legal en el sentido de solicitar la aprobación del Congreso antes de realizar la conversión, mientras esta hubiese sido obtenida, las condiciones económicas que se caracterizan por su mutabilidad variaron a los pocos días de terminada la conversión, y hubieran tornado imposible la operación por el advenimiento de acontecimientos políticos de carácter internacional.

Como consecuencia de las conferencias de las Naciones Americanas, realizadas en Río de Janeiro en enero de 1942 y ante el temor de que aprobada la ruptura de relaciones con los países totalitarios, el nuestro bloqueara los fondos de los súbditos de aquellos Estados, comenzó a notarse en la Bolsa una considerable oferta de valores por las ventas que de los mismos hacían los residentes respectivos, lo que trajo una brusca baja de esos valores.

El Banco Central tuvo que intervenir para evitar la tendencia bajista adquiriendo ingentes cantidades de títulos.

DECRETO 105.021

El 4 de noviembre de 1941 se dió a conocer el decreto que lleva el número 105.021 que establecía los pormenores de la operación, el texto es el que sigue:

Considerando:

que la situación del mercado de valores ha llegado al es-

tado de madurez que se requiere para afrontar la operación de conversión de la mayor parte de la deuda del Estado a tipos de interés más bajos, como lo demuestra el nivel alcanzado por la cotización de los títulos, la extraordinaria abundancia de fondos y la demanda insatisfecha en las últimas emisiones de valores;

que al realizar esta operación es equitativo con fines de igualdad impositiva, suprimir la exención del impuesto a los réditos de los títulos.

que por ello es oportuno efectuar el rescate de los empréstitos nacionales del 5% y 4½% actualmente en circulación y ofrecer simultáneamente la suscripción de nuevos títulos del 4% sujetos al impuesto a los réditos;

que para no aumentar el costo total de los servicios durante la vida de los empréstitos, es conveniente no prolongar la curación de los nuevos títulos con respecto a los que se retiran de la circulación;

que es necesario considerar en forma especial los títulos del empréstito Crédito Argentino Interno 4½% 1934, debido a que su Bono General establece para el llamado a reembolso un preaviso de 3 meses antes de la fecha del vencimiento de cada cupón;

que debe darse preferencia para la suscripción del empréstito que emite a los actuales tenedores de títulos del 5% y 4½% y recibir en pago a estos valores, de conformidad con los tipos que se fijan por decreto de la fecha;

que de acuerdo con lo que dispone el artículo 27 de la ley N° 12.667 (texto definitivo), se consideraran aceptantes del nuevo empréstito, a los tenedores de títulos llamados a rescate que en tiempo hábil no hayan pedido el reembolso;

Oído el Banco Central de la República Argentina en su carácter de Agente financiero del Gobierno Nacional y la opinión de la Comisión de Valores;

El Vicepresidente de la Nación Argentina en ejercicio del Poder Ejecutivo

DECRETA

Art. 1º Llámase a rescate a la par con más los intereses corridos hasta el día 20 del corriente a los títulos y bonos de los empréstitos internos del 5% y 4½% de interés, emitidos por el Gobierno Nacional o a su cargo, que se hallan actualmente en circulación, con excepción del Crédito Argentino Interno 4½% 1934.

Art. 2º Previa inscripción por la Contaduría General de la Nación, el Banco Central de la República Argentina procederá a emitir para sustituir los que se rescaten por el artículo anterior, nuevos títulos que se denominarán "Crédito Argentino Interno - Conversión 4% 1941, series A, B, C, D, E, y F. el interés para todas las series será del 4% anual y la a-

mortización anual acumulativa del 2½% para la serie A, 1½% para las series B, C y D y 1% para las series E y F.

Art. 3º Los intereses se pagarán trimestralmente y la amortización se practicará trimestralmente por compra o licitación cuando se coticen debajo de la par o por sorteo cuando estén a la par o arriba de ella. En cada operación se retirará la cantidad de títulos fijada en las tablas matemáticas. El fondo amortizante podrá aumentarse en cualquier momento.

Art. 4º La suscripción de los títulos que se emiten por el presente decreto podrá pagarse con los títulos llamados a rescate en la siguiente forma:

Los de las	Con títulos de los siguientes Empréstitos
Serie A 1941-1966	C.A.I. 4½% 1939- 1a. Emisión
	C.A.I. 4½% 1939- 2a. Emisión
	C.A.I. 4½% 1940-
Serie B 1941-1974	C.A.I. 5 % Serie A
	C.A.I. 5 % Serie D
	Empréstito Patriótico 5% 1934
Serie C 1941-1974	C.A.I. 5 % Serie B
	C.A.I. 5 % Serie E
Serie D 1941-1974	C.A.I. 5 % Serie C
	C.A.I. 5 % Serie F
Serie E 1941-1982	C.A.I. 4½% 1935 Leyes 12.150-12.160
	C.A.I. 4½% 1936
	C.A.I. 4½% 1935 ley 12.150
	Deuda Interna Consolidada de la Provincia de Mendoza 4½% 1936 ley 724.
Serie F 1941-1982	C.A.I. 4½% 1934
	C.A.I. 4½% 1938
	C.A.I. 4½% 1941

La suscripción de los títulos de las series B, C, y D, podrá pagarse en efectivo.

Los tipos de canje y el precio para el pago en efectivo se fija por decreto de la fecha.

El Estado se reserva el derecho de prorratear las suscripciones en efectivo.

Art. 5º Los pedidos de suscripciones podrán hacerse a partir del día 7 del corriente y hasta el 20 inclusive en los Bancos e instituciones del país que integran el Consorcio colocador de Emisiones Nacionales bajo la Dirección del Banco Central de la República Argentina.

Art. 6º Dentro del mismo período fijado para la suscripción del nuevo empréstito, los actuales tenedores del título del 5% y 4½% que no suscriban el nuevo empréstito, podrán solicitar el rescate a la par de sus títulos en los formularios que estarán a su disposición en esas instituciones. Se considerará a los que no lo hicieren dentro del término previsto, como aceptantes de la suscripción de los nuevos valores.

Art. 7º Los títulos que se exitan en cumplimiento de este decreto así como sus cupones no están exentos del impuesto a los réditos.

Art. 8º Fijase el 20 de noviembre de 1941 como fecha de anulación de las siguientes emisiones de la Deuda Interna, desde la cual no devengarán intereses.

Crédito Argentino Interno 5% 1934. Series A B C D E y F.

Empréstito Patriótico 5% 1934 1a. Serie.

Crédito Argentino Interno 4½% 1935, ley N° 12.150.

Crédito Argentino Interno 4½% 1935 leyes 12.150 y 12.160.

Crédito Argentino Interno 4½% 1936.

Crédito Argentino Interno 4½% 1938.

Crédito Argentino Interno 4½% 1939, 1a. Emisión.

Crédito Argentino Interno 4½% 1939, 2a. Emisión.

Crédito Argentino Interno 4½% 1940.

Crédito Argentino Interno 4½% 1941.

Deuda Interna Consolidada de la Provincia de Mendoza 4½% 1936,

ley 724.

Después de dicha fecha se procederá a hacer efectivo el importe de los títulos cuyo rescate haya sido solicitado.

Art. 9º Fijase el 21 de noviembre de 1941 como fecha de emisión de las distintas series de los nuevos empréstitos.

Art. 10º Los títulos del Crédito Argentino Interno 4½% 1934 se llaman a rescate para el 15 de mayo de 1942. Los tenedores que quieran acogerse a las condiciones del ofrecimiento público de títulos del Crédito Argentino Interno 4½% Conversión 1941, podrán hacerlos en las mismas condiciones que serán ofrecidas a los otros tenedores de valores del 5% y 4½%. También podrán solicitar el rescate dentro de los plazos a que se refiere el artículo 6. En ambos casos los títulos deberán presentarse con cupón adherido 15 de mayo de 1942.

Art. 11º Por la casa de moneda se procederá a la impresión de los certificados provisionales, de los títulos definitivos y de los registros numéricos respectivos.

Art. 12º Comuníquese a la Casa de Moneda y Tesorería General, públíquese, desde el Boletín Oficial y Registro Nacional y pase a la Contaduría General y Banco Central de la República Argentina, a sus efectos.

Simultáneamente se dictó otro decreto en el cual se establecen los tipos a que se realizan los canjes y el precio de pago en efectivo de los títulos del Crédito Argentino Interno, que lleva el número 105.021.

Por ser de interés se transcribe el artículo 2º de este decreto que dice:

Fijese para las suscripciones en efectivo a los títulos del Crédito Argentino Interno - Conversión 4½% 1941. Serie B, C, y D por cada m\$ 100 nominales, el precio de 93% durante el período comprendido entre los días 7 y 13 de noviembre de inclusive y de 93,20% a partir del día 14 hasta el 20 de noviembre inclusive.

REALIZACIÓN DE LA OPERACION

Realizadas las operaciones preliminares por el Banco Central, y contando con los fondos suficientes para hacer frente a una cantidad de reembolsos sucesivamente creciente, el Ministerio de Hacienda emprendió la tarea de efectuar la conversión de la deuda, operación que por su extraordinario volumen era la más grande emprendida en el país hasta la fecha.

Abarcó en conjunto alrededor de m\$ 4.000 millones de valores nacionales del 4½% y 5% de interés que se hallaban en circulación, de los cuales m\$ 2.783 millones correspondían

a títulos del Gobierno Nacional y más 1.372 millones a cédulas hipotecarias argentinas. Puede adelantarse que, tanto por la espontaneidad del alza ocurrida en la bolsa, como por las facilidades que se acordaron a los tenedores para optar por el canje o el reembolso, la conversión reunió las características distintivas de las operaciones clásicas en esta materia.

Con ella no solo se logró rebajar el interés de la deuda para ponerlo a tono con la situación del mercado, sino también el de eliminar la exención tributaria de los valores nacionales. Era sabido que la liberación del gravamen a la renta de que gozaban dichos valores solo obedecía a factores de carácter transitorios y que tarde o temprano llegaría el momento en que todos los réditos se pondrían en igualdad de condiciones.

La transición presentaba sin embargo inconvenientes difíciles de salvar si no mediaba una conversión que comprendiera la casi totalidad de la deuda. Y la oportunidad fué aprovechada. De este modo, el Estado, fiel al cumplimiento tradicional de los compromisos contraídos, llamó a rescate a todos los títulos del 4½ y 5% y ofreció simultáneamente la suscripción de nuevos valores, gravados con impuesto a la renta, que podían pagarse en efectivo o con títulos de los llamados a rescate.

CONDICIONES A LAS QUE SE SUJETO LA CONVERSION DE LOS TITULOS

Los valores que habían de reembolsarse comprendían 18 empréstitos todos del 4½ y 5% de interés, incluidos los del Crédito Argentino Interno, el Empréstito Patriótico y los títulos nacionalizados de las provincias de Mendoza y San Juan. Como el Bono General del empréstito de Crédito Argentino Interno 4½% 1934 establece que su reembolso solo puede realizarse con un preaviso de tres meses antes de la fecha del vencimiento de

cada cupón (15 de mayo y 15 de noviembre) se lo llamó a rescate para el 15 de mayo de 1942, pero se ofreció a los tenedores que así lo desearán la oportunidad de acogerse a la conversión o al rescate anticipado dentro del período en que se realizó la conversión de los valores restantes.

En reemplazo de los títulos que habían de reiterarse, se emitieron seis series del 4% de interés, con distintas tasas de amortización, para conservar los tres principales tipos de plazo de los antiguos empréstitos, sin que el promedio de vida de toda la deuda nueva fuera superior al anterior.

Se fijaron 3 tipos de amortización 2½% para la serie A, 1½% para las series B C F y 1% para las E y F. Con estos porcentajes la amortización total de los nuevos títulos ocurrirá a los 24½, 32½ y 40½ años respectivamente.

Para determinar los importes que correspondía entregar en títulos del nuevo papel, Crédito Argentino Interno, Conversión 4% 1941, en cargo de los Valores convertidos, se establecieron paridades teniendo en cuenta la reducción del tipo de interés, la diferencia de cotización y la incidencia del impuesto a los réditos. A esto se agregó la prima de conversión.

"En la determinación de estas paridades se siguió la orientación dada por el Ministerio de Hacienda, de actuar con gran prudencia y de proponer tipo de canje equitativos. Técnicamente el mercado hubiera permitido fijar condiciones más ventajosas para el tesoro nacional, pero se juzgó que eso podía extrañar el riesgo de una caída ulterior en las cotizaciones, con el consiguiente efecto sobre los aceptantes de la conversión" (1).

(1) Memoria del Banco Central de R. Argentina, año 1941, pag. 46.

La conversión ha perseguido el logro de una doble finalidad: aliviar los pagos que, en concepto de interés, debe efectuar anualmente el Tesoro y resolver, al propio tiempo, un problema tributario en que los habitantes del país aparecían divididos en dos categorías: la de los que pagaban impuesto y la de los que no estaban sometidos a contribución alguna.

Para compensar al tenedor la disminución de su rédito por la aplicación del impuesto a la renta, el Estado debe entregarle "El valor actual de la renta que por la incidencia de la tasa básica del impuesto deja de percibir durante la duración de la vida del empréstito" (1).

TIPOS DE CANJE FIJADOS PARA LOS TITULOS NACIONALES DURANTE
DELANTE EL PLAZO DE CONVERSION

A continuación se transcribe un cuadro que aparece en la memoria del Banco Central, Séptimo Ejercicio, 1941, en el cual se establecen, los tipos de canje establecidos durante el período de conversión:

A fin de facilitar en la mayor medida posible la gestión de los inversores, se resolvió que las solicitudes de canje o de rescate fueran recibidas indistintamente por el Banco Central o en las instituciones miembros del Consorcio Colocador de Emisiones Nacionales Internas y Comisionistas de Bolsa, tanto en las casas centrales como en las agencias y sucursales del país.

También se tomaron medidas para que los tenedores residentes en el exterior pudieran optar dentro de los períodos de conversión fijados, por el canje o reembolso, para ello se facul-

(1) Pco. Alvarez. El Impuesto a la Renta en los títulos Públicos Tesis doctoral.

tó a los miembros del Consorcio para solicitar en ésta la conversión o rescate de valores presentados a sus corresponsales en el exterior sin su previa remisión a la República. Estos papeles se inutilizaron en aquellas plazas con los recaudos necesarios.

En Nueva York, la firma J.P. Morgan & Co. fué designada agente de la conversión, centralizándose de esa manera las operaciones en esa plaza.

RESULTADOS DE LA CONVERSION DE TITULOS NACIONALES

Los títulos a convertir sumaban m\$ 2.783 millones, de los cuales m\$ 2.708 millones se presentaron espontáneamente a la conversión m\$ 28 millones solicitaron el reembolso a la par en efectivo.

Quedó un total de m\$ 47 millones cuyos tenedores no manifestaron si aceptaban la conversión o el reembolso de esta suma debían descontarse 29 millones de títulos del Crédito Argentino Interno 4½% 1934 para los cuales, se llamó a recate para el 15 de mayo de 1942.

Simultáneamente a la conversión se ofreció al público una emisión de títulos denominada "Crédito Argentino Interno - Conversión 1941, presentan análogas características a los ofrecidos en canje de los valores en circulación, se incluyeron en la serie C de los mismo, como las suscripciones recibidas para este papel alcanzaban a 232 millones de pesos, se decidió cerrar el período de suscripción y limitar la colocación a 200 millones de pesos, con lo cual se hizo necesario aplicar el prorrateo, y para no dificultar el pequeño ahorro, se aceptaron en su totalidad las suscripciones hasta m\$ 20000.≡.

CONVERSION DE LAS CEDULAS HIPOTECARIAS ARGENTINAS

Al realizarse la conversión de las cédulas hipotecarias argentinas del 5% y 4½%, exentas de impuesto a la renta, por otras de un interés menor y, a su vez, gravadas con el impuesto, el Banco tendría que resarcir a los tenedores de las cédulas convertidas:

- A) La prima ofrecida como incentivo para decidirlos al canje.
- B) La disminución de renta ocasionada por el impuesto.

Para ello el Banco sólo puede realizar un aumento de la circulación de las cédulas, pero el Art. 18 de la Carta Orgánica dispone que "las cédulas en circulación no podrán superar el importe de las hipotecas".

El problema se resolvería de dos maneras, o se entregaría en efectivo la prima de canje y la compensación por la aplicación del impuesto a los réditos, recurriendo a sus recursos el Banco, o bien la Nación se haría cargo de esos pagos con la entrega de títulos de la nueva emisión.

Para mantener el equilibrio que debe existir entre las cédulas y los préstamos, el Poder Ejecutivo, resolvió por el decreto N° 106.560 convertir éstos paralelamente y en términos correlativos a aquellos "aplicando las paridades medias resultantes del canje".

Esta disposición, cuyo objeto, es, el de trasladar a los deudores los beneficios netos derivados de la conversión de las cédulas, es optativa. "En caso de que el deudor, haciendo uso de la opción que se le acuerda, manifieste expresamente su disconformidad con la conversión de su deuda..., la deuda volverá al importe y condiciones que tenía antes de su conversión.

Para los préstamos de reciente data, el Art. 4º del de-

creto 106,560 establece" No podrán convertirse los préstamos cuyo nuevo importe pueda exceder el valor nominal originario salvo que el deudor cancele el excedente mediante el correspondiente anticipo. En cuanto a los préstamos no convertidos, considerados en este artículo el Banco Hipotecario Nacional reconocerá a los deudores todo el beneficio neto proveniente de la conversión de las cédulas respectivas, mediante bonificaciones que efectuará al pasarse los servicios.

Tanto en el caso anteriormente descrito como en el que el deudor quiera convertirla, habrá un desequilibrio entre los préstamos y las cédulas en circulación, pues mientras aquellos se mantienen en la misma cantidad, éstas han sido emitidas por un monto mayor.

Como la ley orgánica del Banco Hipotecario Nacional (Art. 18) no permite este desequilibrio, habrá que retirar inmediatamente el exceso de cédulas. Ese retiro deberá el Banco hacerlo - art. 6º del decreto- ya sea con recursos de su fondo de Reserva o con los que el Tesoro Nacional suministrará".

Estos fondos tienen para el Tesoro un costo determinado, ya que provienen de la emisión del empréstito lanzado a la suscripción conjuntamente con los nuevos títulos. Los anticipos que en tal concepto haga el Tesoro Nacional; les serán reembolsados por el Banco, sin quebranto para aquél, mediante una cantidad equivalente a los servicios de las cédulas retiradas, de idéntico interés y amortización a los del empréstito referido.

La dificultad que se presenta por la amortización parcial o total de la su deuda, a que el deudor tiene derecho, se soluciona en la siguiente forma:

En el caso de los deudores que, de conformidad con la con-

versión hayan aceptado el revalúo de sus deudas, no hay ningún inconveniente podrá presentar las nuevas cédulas por su valor nominal en pago del la amortización.

En el caso que los préstamos no hayan podido ser convertido ya sea por oposición de los deudores o ya por imposibilidad, dada su fecha reciente, "El Banco hipotecario Nacional recibirá cédulas nuevas del 4%, en substitución de las extinguidas de 5 y 4½% de acuerdo con las mismas paridades establecidas para el canje por el presente decreto, con el ajuste matemático correspondiente al tiempo transcurrido. "Art. 7.

Contrariamente a la conversión de 1933, en que el total de la rebaja del interés fué directamente aprovechada por los deudores, en esta solo gozarán de la utilidad total remanente(1)

REALIZACIÓN DE LA OPERACION

Quando se emprendió la conversión de las cédulas hipotecarias, se hizo dentro de los mismos lineamientos que la de los títulos, se fijaron dos períodos para optar entre el canje o el reembolso.

El primero del 26 al 30 de noviembre y el segundo del 1 al 4 de diciembre.

El nuevo papel emitido, del 4% y 1½% de amortización no está exento del impuesto a los réditos, para determinar los importes a entregar en canje de los que se convertían, se establecieron paridades considerando a reducción del tipo de in-

(1) Los motivos que han promovido una y otra conversión son distintos, en aquella (1933) se buscó salvar la grave situación en que se encontraba el Banco, agravada por la mala situación de los deudores, por la gran depresión económica. En la de 1941, la situación era completamente distinta. Resulta la conversión de la deuda interna suprimiendo la exención impositiva no podía menos que colocar a las cédulas la gran competidora en ventaja, ya que existirían en el mercado valores gravados y valores exentos.

terés, la diferencia de cotización y la incidencia del impuesto a los réditos. Además se establecieron primas de conversión.

De la memoria del Banco Central, Séptimo ejercicio se toma el siguiente cuadro en donde están determinados los tipos de canje adoptados.

TIPOS DE CANJE PISCELOS PARA LAS CEDULAS HIPOTECARIAS
DURANTE EL PERIODO DE CONVERSION

CEDULAS QUE SE ENTREGARON		VALORES DE CONVERSION DE LAS CEDULAS QUE SE CANJEARON						
CEDULAS QUE SE CANJEARON	SERIE	Término de duración	Proporción de canje de las nuevas cédulas %	PRIMA	TOTAL	Proporción de canje de las nuevas cédulas %	PRIMA	TOTAL
			Período 26 al 30 de nov.		Período 1 al 4 de dic.			
Del 5%								
Serie A y la.	A							
" B " 2a.	B							
" C	C	30 años	105,80	1.-	106,80	105,80	0,50	106,30
" D	D	y						
" E " 5a.	E	15 días						
" F	F							
Del 4½%								
Serie 6a.	F							
" 7a.	A		105,80	0,50	106,30	105,80	0,25	106,05
" 8a.	B							

Se llamarón a rescate m\$ 1.372 millones de cédulas, de las cuales se convirtieron m\$ 1.349 millones y apenas m\$ 23 millones o sea el 1,7% del total, solicitaron el reembolso. El Banco Central adquirió para su cartera m\$ 12,5 millones de cédulas de tenedores británicos, que fueron presentados a la conversión.

COTIZACION DE LOS NUEVOS VALORES

El 21 de noviembre de 1941 se cotizaron por primera vez los nuevos títulos del 4% con una plaza compradora, en ese día los títulos a largo plazo subieron 80 centavos, los de plazo intermedio 50 centavos y los de menor plazo 40 centavos.

Como es habitual después de toda colocación de importancia en el público, se produjeron de inmediato algunas liquidaciones de los que constituyendo posiciones a precios más bajos tratan de lucrarse con la suba. El Banco Central se vio obligado a intervenir cuando las liquidaciones se hicieron más importantes con motivo del inesperado ataque japonés al territorio norteamericano, que provocó un estado de nerviosidad en muchos tenedores.

El Ministerio de Hacienda, dispuso que se apoyara firmemente la plaza, con compras importantes. Pocas semanas después renació la calma, y se pudo colocar gran parte de las compras realizadas.

Promedios ponderados mensuales de las cotizaciones al contado de los nuevos títulos Nacionales de Conversión en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (1)

Crédito Argentino Interno, Conversión 4% 1941

FECHA	COTIZACION		
	A	B, C, y D	E y F
		(món. excluido cupón)	
Noviembre de 1941(2)	94,01	93,34	93,15
Diciembre de 1941	93,36	92,84	92,79
Enero	94,25	93,98	93,90

(1) Banco Central de la República Argentina - Memoria 7º ejercicio año 1941.

(2) Promedio de los últimos días del mes.

BENEFICIOS DE LA OPERACION

El valor actual matemático de los intereses que el Tesoro Nacional economizará y de los impuestos que percibirá durante la vida de los nuevos papeles asciende a la cifra de m\$ 159,6 millones, que corresponde a un valor nominal de m\$ 316 millones.

Los 159,6 millones estan formados de la siguiente manera:

Economía de Intereses de los títulos C.A.I. (1)	m\$ 54,8 millones
Impuesto a la Renta 5% a percibir durante la vida del empréstito.....	" 72,8 "
Impuesto a la renta de las Cédulas Hipotecarias (2)	" 32.- "

Total..... m\$ 159,6 millones

La conversión de las Cédulas Hipotecarias permitió obtener una economía en los intereses de un valor neto de m\$ 57,1 millones, y que fué transferida íntegramente por el Banco Hipotecario Nacional a los deudores, sea mediante la conversión de los préstamos o por el ajuste de servicios.

(1) A este importe se le deducen los gastos de la conversión que representan el 0,33% del valor total de los títulos canjeados.

(2) No se considera en estos cálculos por ser imposible, estimarlos, el producto del impuesto adicional sobre el rédito global.

CAPITULO V

CONSECUENCIAS DE LA CONVERSION DE 1941

En el Orden Nacional

El Mercado en 1942:

Ha continuado en este año la gran holgura de fondos existentes en el mercado, como consecuencia de la expansión del crédito, la ayuda a la producción, a la financiación del déficit del presupuesto, las exportaciones sin importaciones equivalentes y la falta de objetos adecuados de inversión para dar colocación provechosa para estas grandes disponibilidades.

Ante la influencia de estas circunstancias ha perdurado la tendencia a la baja del interés en el mercado de capitales y en el monetario. Los nuevos títulos nacionales de conversión mejoraron su cotización con respecto al tipo de colocación. Los valores del 4% de renta gravada y 1½% de amortización suscritos a 93% en noviembre de 1941, que se cotizaban a 93,99% en enero de 1942, en diciembre se anotaban con 95,38%. El rendimiento inmediato de estos valores pasa, a través del año, de 4,31 a 4,19%. Del mismo modo declina el costo del dinero a corto plazo, a pesar de aumentar la circulación de las letras de Tesorería; solo en los papeles a un año de plazo se nota un leve aumento de las tasas vigentes al final del año sobre las que se pagaban al comienzo. En todos los demás vencimientos la incidencia del impuesto a los réditos que se aplica a partir del último trimestre aparece superada por la tendencia a la baja del interés.

Es así como la financiación de las distintas necesidades que se hicieron presentes en procura de fondos no presentaron dificultades y que el mercado alcanzó en el curso del año un

nivel en que pudo acometerse la conversión de la deuda pública consolidada de entidades locales en considerable escala, canjeandola contra nuevas obligaciones de renta inferior gravada con el impuesto a los réditos.

Es necesario destacar el incremento que tomó paulatinamente el mercado de acciones, como consecuencia de la situación de la plaza en cuanto a la abundancia de fondos, la baja de interés de los títulos públicos y la aplicación de los mismos del impuesto a los réditos, los apreciables beneficios que prometen las actividades dedicadas a producir o suplir aquellos artículos de importación a cuyo uso nos habíamos habituados y que el mercado externo no puede proveer en cantidad suficiente.

CONVERSION DEL EMPRESTITO CREDITO ARGENTINO INTERNO, 4½% 1934

En el curso de la conversión de 1941 se había dispuesto retirar también el saldo del empréstito llamado Crédito Argentino Interno 4½% 1934. De acuerdo con las condiciones de emisión, este empréstito solo podía retirarse con un preaviso de 3 meses. Gran parte del mismo se encontraba en el extranjero.

Se resolvió llamar a rescate para el 15 de mayo de 1942, fecha más próxima en que esta operación podía realizarse, ofreciéndose sin embargo a los tenedores que así lo desearan el canje voluntario o el rescate anticipado conjuntamente con el de los demás títulos de la deuda interna nacional del 5% y 4½% y en las mismas condiciones.

Cuando terminó la operación de conversión ya analizada (1) quedaban en circulación títulos de este empréstito por un importe de m\$ 29,5 millones, cuyo retiro se dispuso por decreto

del 4 de abril de 1942. En dicha oportunidad se resolvió dar a los tenedores que no habían podido acogerse a la oferta de noviembre de 1941, una nueva oportunidad de canje ofreciéndole entregar m\$n 106,10 de títulos de conversión del 4% 1941 por cada m\$n 100 de títulos antiguos que los solicitaran hasta el 20 de mayo en Buenos Aires, y hasta el 30 de mayo en París. Esta oferta incluye m\$n 0.50 en concepto de prima.

El resultado de la operación fué el siguiente:

Valor nominal del saldo de títulos llamados a conversión ..	29,3	
Rescatado.....	2,1	
Canjeado		
Con prima.....	6,3	
Sin prima.....	<u>20,9</u>	27,2

Situación de las entidades exentas del impuesto a los réditos frente a la conversión.

Se ha dicho ya que uno de los fines principales perseguidos con la conversión de 1941 fué sustituir valores exentos de impuesto a los réditos por valores gravados, respetando desde luego las conyugaciones existentes. Esto exigió que se ofreciera entregar a los tenedores que aceptaron el canje, juntamente con la prima por reducción del interés, una cierta cantidad de títulos en efectivo como compensación por la aplicación del citado gravámen a los nuevos valores.

La conversión vino a crear a estas entidades una situación anómala, desde que aparecían recibiendo una cantidad adicional de valores en concepto de compensación por la aplicación de un gravámen que no les alcanzaba. La simple aceptación del canje de sus viejos títulos y cédulas hipotecarias por los nuevos valores difícilmente hubiera podido interpretarse como una renun-

cia tácita de esas entidades a su franquicia, porque la compensación no les fué presentada en tales términos. Pero tampoco era admisible que esas entidades retuvieran las sumas entregadas en compensación por el impuesto a los réditos, porque esto hubiera importado otorgables beneficios sin causa.

El decreto N^o 118.217 del 22 de abril de 1942 resolvió la cuestión, fijando un plazo dentro del cual las entidades exentas debían manifestar si optaban por mantenerse en la exención en cuyo caso debían devolver la compensación recibida, o preferían retener ésta y abonar la tasa básica del impuesto a los réditos sobre los valores de su propiedad.

El Decreto N^o 126.389, del primero de agosto de 1942 amplió el plazo mencionado y fijó el procedimiento para la devolución.

Una solución análoga se imponía respecto de los títulos del Tesoro y de dependencias de la Administración Nacional, incluso las reparticiones autárquicas. Pero en este caso correspondía ejercer ninguna opción, porque al mantener la prima y suprimir la exención legal habría llevado a una serie de consecuencias absurdas, como por ejemplo la de que el tesoro se pagara a sí mismo un impuesto sobre la renta de títulos aún no colocados transfiriendo luego una cuota de esos ingresos aparentes a las entidades locales a título de participación en el producido de ese impuesto. Contemplando la situación el Art. 3^o del Decreto N^o 118.217 dispuso que todas las reparticiones devolvieran la compensación recibida. La resolución N^o 401 del 30 de septiembre de 1942 fijó el plazo y el procedimiento para su devolución.

Como resultado de la aplicación de las disposiciones men-

cionadas fueron devueltos al Tesoro Nacional títulos del Crédito Argentino Interno Conversión 4% 1941 por v\$ 56,6 millones. Los títulos devueltos se consideran anulados a los efectos de la conversión y en cambio emitidos para atender gastos a cubrirse con el producido de títulos.

Análogas medidas se tomaron respecto de las cédulas hipotecarias. Las cédulas devueltas deben ser anuladas a los efectos de la conversión, reforzándose en esa forma en igual cantidad el fondo de reserva del Banco Hipotecario Nacional, ya que disminuyen las obligaciones del banco sin disminuir sus créditos, se reduce en esa forma la rebaja sufrida por el fondo de reserva a raíz de la conversión, ya que esta significó para el banco un aumento de sus obligaciones en razón de las primas entregadas y gastos incurridos sin aumento correlativo de sus créditos, habiéndose cubierto la diferencia precisamente con el fondo de reserva.

En el transcurso de 1943 continuó mostrando el mercado de valores una gran abundancia de fondos que originó una constante suba en las cotizaciones.

La actividad desarrollada fué extraordinaria, el total de operaciones llegó a m\$ 2.095,9 millones, cifra que superó en más de m\$ 400 millones la máxima anterior de 1941.

La importante corriente de inversiones que se inició en 1942 continuaba con igual intensidad. En primer lugar la demanda se volcó hacia los valores municipales que acababan de ser convertidos ya que se consideraban atractivos sus precios y que existían una posibilidad de valorización.

Poco después el interés de los inversores se volcó a los títulos del C.A.I. cuya cotización había descendido, aumentan-

do hasta el mismo nivel que tenía en octubre de 1942.

En ese momento los títulos nacionales representaban el objeto del 50% de las transacciones que se llevaron a cabo en la bolsa.

La intensa demanda de papeles emitidos por el gobierno se mantuvo en forma casi ininterrumpida durante el resto del año y permitió colocar fuertes cantidades de títulos que superó a los años anteriores.

Cuando satisfizo sus necesidades, redujo la oferta de títulos, en ese momento el Ministerio de Hacienda dió a publicidad un comunicado en el que informaba que la intervención en el mercado solo tendería a evitar oscilaciones bruscas.

COLOCACION DE VALORES EN 1943

A fines de abril la favorable evolución del mercado bursátil y las importantes compras de las reparticiones oficiales indujeron al Tesoro a emitir un empréstito nacional por vna 500 millones, los nuevos títulos presentaban iguales características a los emitidos con motivo de la conversión de 1941.

Esos valores fueron intégramente absorbidos por las Cajas de Jubilaciones, Reparticiones Oficiales y Banco Central.

A pesar de que la Bolsa de Comercio acordó oportunamente su cotización, el carácter estable de las inversiones de los tomadores ha hecho que no se hayan registrado operaciones en los mismos.

En agosto de 1943, se ofreció a la suscripción pública un nuevo empréstito con iguales características a las que presentaba el anterior, el precio de emisión fué de 93,60%.

El éxito de esta operación se reflejó en que el 1er. día

las suscripciones llegaron a la cuantiosa cifra de v\$ⁿ 435,6 millones resultado que indujo al Ministerio de Hacienda a declarar cerrado el período de suscripción después de ampliar el ofrecimiento hasta el límite previsto de v\$ⁿ 200 millones. Además para satisfacer en mayor grado los pedidos presentados, el gobierno nacional resolvió disponer de los v\$ⁿ 100 millones que en un principio pensaba reservar como en ocasiones anteriores para atender las adquisiciones de las cajas de jubilaciones.

Entre las solicitudes de suscripción presentadas una gran cantidad lo fué por pequeños ahorristas a quienes como de costumbre se le dió preferencia para fomentar el pequeño ahorro.

CONVERSIONES Y RESCATES DE TIT. EXENTOS

Rescate del C.A.I. - 4% - 1939-1949.

Como las disponibilidades del Tesoro lo permitían el Gobierno decidió dar un nuevo paso en el cumplimiento de su política de ir retirando de la circulación los valores que gozaban de exención de impuesto a los réditos.

De esta manera se rescató a la par el total de v\$ⁿ 68,0 millones a que ascendía la circulación de las 2 emisiones de C.A.I. 4% 1939-49.

Solamente la circulación de valores exentos a los réditos quedó reducida a m\$ⁿ 371 millones.

CONVERSION DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS

Quando se llevó a cabo la conversión de estos papeles en el mes de diciembre de 1941 el Banco Hipotecario Nacional decidió transformar en gravadas las cédulas del 4½% y 5% exentas del impuesto a los réditos, se excluyeron de la conversión las series 3a y 4a. del 4%, a causa de que su cotización bajo la par

impedía llevar a cabo sin quebrantos la operación.

Cuando la cotización de estos valores se fué aproximando al valor nominal de los títulos, el Banco formuló a los tenedores una oferta de canje a la par por nuevas cédulas del 4% sujetas al pago del mencionado gravámen.

La operación fué coronada por el mejor de los éxitos, lográndose eliminar del mercado por completo, cédulas hipotecarias exentas de impuesto a los réditos.

CAPITULO VI

RESPECTO DE LAS DEUDAS PROVINCIALES Y MUNICIPALES

Si analizamos la tasa de interés de las emisiones provinciales y municipales, vemos que es superior a la de los empréstitos nacionales la razón está en la menor confianza que siempre han inspirado a los tenedores.

Al efectuarse la conversión de los valores nacionales, los títulos provinciales y municipales experimentaron alzas de considerable importancia como consecuencia de la situación de privilegio en que se encontraban al estar exentos del pago del impuesto a la renta.

Nos encontramos pues que esas emisiones fueron llegando a sus verdaderos puntos de conversión y siguiendo la orientación del Poder Ejecutivo se fueron realizando operaciones de esa naturaleza que ofrecieron a las Provincias y Municipalidades la ventaja de hacer economías de mayor o menor intensidad y de consolidar en buenas condiciones, diversas deudas flotantes o a corto plazo.

También se procuró aprovechar la oportunidad para unificar las emisiones locales. Siempre se ha considerado conveniente evitar las emisiones minúsculas que suelen ser más sensibles a cualquier influencia perturbadora y por lo tanto más inestables en su cotización, razón que a su vez reduce su mercado. Además se prestan a ciertos manejos que pueden privar al emisor de las ventajas de la amortización por licitación. Con las nuevas emisiones uniformes las provincias gozarán del beneficio de un mercado más amplio y más equilibrado.

La Nación ha apoyado estas operaciones poniendo a disposición de las entidades locales su organización técnica. En

tal forma las suscripciones se han ofrecido por intermedio del consorcio colocador de títulos nacionales presidido por el Banco Central e integrado en la emergencia por el Banco que funciona como agente financiero de la entidad interesada.

Cuando lo exiguo de las emisiones a convertir no justificaban emprender una operación de conversión especial, la Nación se ha hecho cargo de la deuda con arreglo al Art. 9º de la ley 12.139, llamando luego a rescate los títulos provinciales que se deseaba retirar.

TRANSFERENCIA DE LA DEUDA DE LA MUNICIPALIDAD DE LA CAPITAL

En primer lugar se trataba de sustituir los títulos interinos exentos por otros gravados, la operación se limitó a los valores del 5 y 5½% porque en ellos podía realizarse con provecho la operación, ya que la baja del tipo de interés al 4½% lo permitía. La deuda a convertir comprendía un circulante por valor de v\$ 284,8 millones.

Su distribución era la siguiente:

Del 5½% de interés	m\$ 119.550.700
" 5 " " "	" 165.257.500
	<hr/>
Total	m\$ 284.808.200

Los antiguos empréstitos exigían un servicio anual de m\$ 17 millones a realizar durante 39,9 años término medio, contando el año 1943. Los títulos que se ofrecieron en canje, gravados, del 4½% de interés requerirán un servicio de m\$ 16,7 millones a realizar durante 38 años.

Los tipos de canje aplicados fueron los siguientes (1)

(1) Memoria del Departamento de Hacienda - Tomo 1º - Pág. 133

Condiciones de la conversión de los títulos de la
Municipalidad de la ciudad de Buenos Aires.

TITULOS QUE SE RETIRAN	Tit. del 4½ % que se emitieron		Por cada 100 pesos valor nomi- nal de los títulos que se reti- raron se entregaron en nuevos títulos del 15 al 22 de diciem- bre de 1942		
	Serie	Años de vida	Proporción de canje	Prima	TOTAL
Del 5½% Cancelación y Monen- togral. 1935	B	38	105	1.--	106.--
Bonos Hip. de Cons- trucciones Económi- cas, 1935	A	38	105	1.--	106.--
Del 5% Municipalidad de la Ciudad de Bs. As.	A				
Serie A 1935	A	38	105	0.50	105.50
" B "	C	38	105	0.50	105.50
" B 1936	B	38	105	0.50	105.50
" C "	B	38	105	0.50	105.50
" D "	B	38	105	0.50	105.50
Ley 12.335, 1938	D	38	105	0.50	105.50
Ordenanza 10.103 (1939)	C	38	105	0.50	105.50
Serie O 1940	C	38	105	0.50	105.50

De la referida circulación de m\$ 248 millones solicita-
ron el canje tenedores de m\$ 281, 3 millones. Para el saldo,
m\$ 3,5 millones, se solicitó el reembolso a la par. La nueva
circulación que reemplaza la antigua, comprendidos los títu-
los entregados como prima y los negociados para financiar el
rescate, asciende a v\$ 303,1 millones. (1)

(1) Durante el año 1944 se efectuó el canje de los últimos tí-
tulos de la Municipalidad de la Capital exentos de impues-
to a los réditos que gozaban de un interés del 4½% por ce-
tros gravados del 4% de interés. El monto de los valores
a convertir ascendía a v\$ 97,2 millones, de los cuales v\$ 96,1
millones optaron por el canje y solo v\$ 1,1 millones
solicitaron el reembolso en efectivo. En la actualidad se-
le quedan en circulación exentos de impuesto a los réditos
unos bonos de pavimentación, que tienen un sistema de amor-

CONVERSION DE LA PROVINCIA DE MENDOZA

El monto de la operación es menor a la anteriormente descrita, ya que el volumen de su deuda después de los traspasos hechos a la Nación en los años 1936, 1938 y 1941 por más de m\$ñ 90 millones, el total en circulación se ha mantenido en cifras reducidas.

Se ofreció en canje, con la alternativa del rescate a la par de los títulos provinciales del 5% cuyo saldo circulante era de m\$ñ 33,4 millones y se rescató directamente un pequeño remanente de m\$ñ 45.500 de títulos del 7% de interés.

Por los títulos y bonos del 5% que se llamaron a rescate se ofreció en canje, a opción de los tenedores, los nuevos valores del empréstito denominado "Títulos de Deuda Pública Interna de la Provincia de Mendoza - unificación y Conversión 1942, en la siguiente proporción:

Por cada m\$ñ 100 v/n de los títulos del 5% se entre-	
REFER.....	\$ 105.40
más una prima de.....	0.50
	<hr/>

Total..... m\$ñ 105.50

valor nominal en títulos de Deuda Pública Interna de la Provincia de Mendoza - Unificación y Conversión 1942.

Además, en efectivo: Los intereses corridos del 5% hasta el 22 de diciembre de 1942; inclusive correspondientes a los títulos de los empréstitos que se convierten y las fracciones de canje menores de m\$ñ 100 nominales.

Simultáneamente se ofreció a la suscripción pública m\$ñ 5 millones v/n de los nuevos títulos a un precio de 94,90%, 11- bres de comisión y gastos, con la opción de aumentarla a m\$ñ 100 millones.

Esta emisión tenía por objeto la financiación de gastos ya realizados y que fueron satisfechos transitoriamente a cor-

to plazo.

Como en casi todas las emisiones provinciales y Municipales se estableció que las mismas estaban garantizadas por el producto de los impuestos internos unificados de acuerdo con la Ley 12.139 y sus eventuales prórrogas.

Los resultados de la conversión se expresan en el cuadro publicado en el tomo 1 de la memoria del Departamento de Hacienda pág. 138 y que se transcribe a continuación:

EMPRESTITO	Circul. al lla- mar a rescate	C A N J E			RESCATE
		Con Prima	Sin Prima	Total	
en miles de m\$					
Del 7% de interés					
Obligaciones, desagües tipo A, Serie 1 ^a Ley 971	28.0	--	--	--	28.0
Obligaciones, desagües Tipo A, Serie 2 ^a Ley 971	17.5	--	--	--	17.5
Del 5% de interés					
Edific. de Casas Colectivas Ley N ^o 1190	3.824.03	3.660.7	63.3	3.724.0	100.-
Bonos de Pavimentación Serie 1a. leyes 965 y 1192.....	3.921.3	3.732.8	48.4	3.781.2	140.1
Bonos de Pavimentación Urbana Serie 3a. leyes 955, 1192 y 1375.....	4.252.3	4.222.0	30.3	4.252.3	--
Tit. de Turismo Ley 1216	1.230.4	1.227.4	2.0	1.229.4	1.-
Obs. Públicas, Serie 2a. Ley 1135.....	4.936.-	4.803.9	12.6	4.816.5	119.5
Títulos de Obras I- rrigación Leyes Nos. 1238-1329 y 1349	5.287.5	5.245.5	1.-	5.246.5	41.-
Obs. Públicas Serie 1a. Ley 1325.....	4.839.3	4.818.3	--	4.818.3	21.-
Obras Públicas Serie 3a. Leyes 1235-1368 y 1395	918.2	918.2	--	918.2	--
Bonos de Pavimentación Series 2a. Leyes Nos. 965 y 1192.....	4.122.4	4.005.0	26.-	4.031.0	91.4
Total.....	33.376.9	32.633.8	183.6	32.817.4	559.5

CONVERSION DE SANTIAGO DEL ESTERO

La Provincia de Santiago del Estero tenía una deuda interna compuesta de un número considerable de pequeñas emisiones. Se aprovechó pues la oportunidad de la conversión para realizar al mismo tiempo la unificación de esa deuda. En total se trataba de una circulación de m^ñ 26,7 millones v/n de empréstitos del 4½, 5, 6, 7 y 8% de interés, incluido un empréstito de la Municipalidad que la provincia había tomado a su cargo, todos ellos exentos de impuesto a los réditos.

Los títulos que se retiraban del 8, 7, 6, 5 y 4½% serían reembolsados a la par y a los que aceptaban se les entregaba en canje por cada m^ñ 100 v/n.; 106,40 más una prima de m^ñ 0,50 de los nuevos títulos lo que daba un total de 106.90 valor nominal.

Al mismo tiempo se hacían ofrecimiento públicos de m^ñ 2,5 millones de v/n de los títulos de la nueva emisión.

"La Provincia cede en forma absoluta, definitiva, irrevocable y sin reserva alguna, a favor de los tenedores las participaciones que le corresponden percibir de conformidad con las leyes nacionales de impuestos internos unificados N^o 12.139, Impuestos a las Ventas, y a los réditos N^o 12.143 y N^o 12.147, y sus eventuales prórrogas. Además de las garantías expresadas, si por cualquier razón llegara a modificarse el actual régimen de recaudación a favor de la Provincia establecido por las leyes mencionadas en el párrafo anterior, la Provincia de Santiago del Estero se compromete desde ahora a ceder de inmediato el producto de los impuestos que reemplacen las participaciones que dejara de percibir". (1)

(1) Prospecto de emisión de la Provincia de Santiago del Estero.

RESULTADO DE LA CONVERSION DE LOS TITULOS DE LA
PROVINCIA DE SANTIAGO DEL ESTERO

(En miles de m\$)

EMPRESTITO	Circulac. al llamar a rescate	C A N J E			RESCATE
		Con Prima	Sin Prima	Total	
Del 8% de interés: Mercado Frigorif. Ar- monia-leyes 1323 y 1348	1.115.1	1.066.4	16.-	1.082.4	32.7
Del 7% de interés: Fondo Público Eco. Provincia, ley 1144	443.4	443.4	--	443.4	--
Del 6% de interés: Boscos de Rarimentación					
Serie A. Ley 1381	1.743.8	1.360.3	3.0	1.363.3	380.5
Serie B. Ley 1391	1.743.8	1.550.2	2.0	1.552.2	191.6
Serie C. Ley 1448	898.4	816.0	4.3	820.3	78.1
Serie D. Ley 1448	898.4	796.1	--	796.1	102.3
Obras de desagües y saneamiento.....					
Serie A. ley 1450	949.2	845.7	--	845.7	103.5
Serie B. Ley 1450	949.2	721.6	--	721.6	227.6
Serie C. Ley 1447	872.-	735.5	--	735.5	136.5
Del 5% de interés Interno de Consol.					
Serie B. Ley 1447	2.174.9	1.878.4	--	1.878.4	296.5
Serie C. Ley 1447	2.957.2	1.912.0	--	1.912.0	1.045.2
Del 4% de interés Deuda Garantizada					
Serie A y B ley 1354	9.706.4	6.891.9	--	6.891.9	2.814.5
Serie C, Ley 1384	2.266.9	1.821.8	--	1.821.8	445.1
Total.....	26.718.7	20.839.3	25.3	20.864.6	5.854.1

CONVERSION Y CONSOLIDACION DE ROSARIO

El empréstito emitido por la Municipalidad de Rosario para convertir y consolidar obligaciones de esa Comuna, colocado en julio de 1942 ha sido el primer empréstito municipal gravado con el impuesto a los réditos. Su negociación permitió pulsar el mercado y observar su reacción frente a los papeles de esta clase emitidos por entidades locales.

La operación tuvo por objeto retirar empréstitos internos del 6, 7 y 8% de interés exentos del impuesto a los réditos, por un importe de m\$ 53,4 millones valor nominal.

El canje que fué aceptado por el 94% de los tenedores se realizó mediante la entrega de nuevos papeles del 5% de interés y 1% de amortización anual acumulativa, es decir, a 36 años de plaza.

Simultáneamente, se ofrecieron títulos a la suscripción pública por un total de m\$ 11 millones, cuyo producido se utilizó para financiar el rescate de títulos no presentados al canje, consolidar la deuda flotante y atender obras de pavimentación.

Para realizar dicha operación la Municipalidad de Rosario contó con la autorización conferida por la Ordenanza N° 189 de 8 de mayo de 1942.

Esta operación representó para la Comuna un alivio en los servicios de su deuda pública de m\$ 2,5 millones anuales aproximadamente.

CONVERSION DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES (1943)

Durante el año 1943, se siguió la misma política de ir

rescatando de la circulación los valores provinciales y municipales que estaba exentos del impuesto a los réditos ya sea canjeándolos por otros gravados o cuando el monto reducido de las emisiones no lo permitía, la Nación se hacía cargo de esos valores realizándose con las provincias operaciones de traspaso de deudas de acuerdo al artículo 9º de la Ley 12.139; que luego aquella rescataba y retiraba de la circulación.

La conversión más importante realizada durante el año 1943 fué la que se llevó a cabo en la Provincia de Buenos Aires.

La operación comprendió a los títulos de la deuda pública interna del 5% de interés anual -Ley 4293- y a los Bonos de Pavimentación de la Provincia de Buenos Aires, Leyes Nros. 4125 y 4293, también del 5% por un total de v\$ñ. 589,7 millones, sin considerar v\$ñ 39.3 millones de títulos en poder de la Provincia o caucionados en su Banco Oficial.

Se ofreció en canje con la alternativa del rescate a la par de los títulos y bonos del 5% por nuevos papeles de características similares al tipo que rige en la actualidad para los valores públicos provinciales es decir, 4½% de interés y 1% de amortización anual acumulativa, habiéndose logrado con ello un mayor ordenamiento del mercado bursátil, ya que la gran mayoría de los papeles provinciales tienen ahora características más homogéneas.

Por cada m\$ñ 100 valor nominal en títulos ofreciéronse v\$ñ 103,80 de la nueva emisión incluidos v\$ñ 0.50 de prima.

Los resultados de la operación surgen del siguiente detalle:

T I T U L O S	Importe llamado a conversión	Nueva Circulación Resultante del Canje
Convertidos	587,4	609,6
Reembolsados	<u>2,3</u>	<u>2,4</u>
Total	<u>589,7</u>	<u>612,0</u>

Al mismo tiempo la Provincia de Buenos Aires ofreció a la suscripción pública títulos del nuevo empréstito por un total de vñ 20 millones, susceptibles de ampliación hasta vñ 35 millones al precio de 96,80%.

El monto de las solicitudes presentadas superó con exceso los ofrecimientos oficiales, ya que importó vñ 46,8 millones, de los cuales la Provincia resolvió adjudicar solamente vñ 25 millones.

Como consecuencia de la operación de transformación de sus empréstitos, la Provincia de Buenos Aires obtuvo un alivio financiero o de Caja- de mñ 4,8 millones anuales en los servicios de la deuda pública consolidada.

CONVERSION DE SANTA FE

Simultáneamente a la conversión realizada por la Provincia de Buenos Aires, es decir, del 28 de julio hasta el 4 de agosto de 1943 se llevó a cabo una operación similar en la Provincia de Santa Fe, aunque de un volumen mucho menor.

Se ofreció en canje con la alternativa del rescate a la par, los títulos provinciales del 5% de interés cuyo saldo circulante era de vñ 90,2 millones.

Se entregó a la suscripción pública títulos del nuevo empréstito por un importe de v\$ñ 15 millones, susceptibles de ampliación hasta v\$ñ 30 millones aforados al tipo de 96,50%. El monto de las suscripciones alcanzó a v\$ñ 22,1 millones, de los cuales se aceptaron v\$ñ 15,0 millones.

Las condiciones de la conversión fueron las siguientes: por cada m\$ñ 100 valor nominal de títulos del 5% se ofrecieron nuevos papeles del 4½% por un valor nominal de m\$ñ 104,10 incluido una prima de m\$ñ 0.50.

EMPRÉSTITO DEL 5%	Circulación al llamar a rescate	C A N J E			RESCATE
		Con Prima	Sin Prima	Total	
Unificación y Conversión de la Provincia de Santa Fe Ley 2504.....	49.724,5	47.646,0	---	47.646,0	2.078,5
Provincia de Sta. Fe Deuda garantizada, Ley 2597					
Serie A	11.402,8	11.229,5	---	11.229,5	173,3
Serie B	15.303,5	15.105,0	---	15.105,0	198,5
Serie C	10.316,6	10.209,9	---	10.209,9	106,7
Deuda pública consolidada de la Prov. de Sta. Fe 2a. Serie Ley 2260.....	3.043,30	3.018,0	25,0	3.043,--	---
Deuda pública consolidada de la Prov. de Sta. Fe. 4a. Serie, Leyes Nos. 2269 y 2446.....	369,9	369,9	---	369,9	---
TOTAL.....	90.160,3	87.578,3	25,0	87.603,3	2.557,0

(1)

(1) La Provincia de Buenos Aires, continuando con el plan de arreglo de las deudas municipales, que había iniciado en septiembre de 1943, tomó a su cargo y retiró del mercado durante 1944 el resto de los empréstitos internos de sus comunas que aún quedaban en circulación. Estas operaciones

CONVERSION DE LA PROVINCIA DE CORDOBA

Al llamarse a la conversión en la provincia de Córdoba, existían en circulación diversos empréstitos internos del 5% exentos del impuesto a los réditos, por un monto de v\$ñ 46,6 millones.

De este total, v\$ñ 139.480 (o sea el 0,3%) fueron reembolsados a la par de conformidad con la opción acordada a sus tenedores, y v\$ñ 46,4 millones (99,7%) se canjearon por nuevos valores del 4½ de interés y 1% de amortización anual acumulativa, no exentos del impuesto a los réditos.

Las condiciones del canje ofrecido fueron las siguientes: por cada m\$ñ 100 valor nominal de títulos y bonos comprendidos en la conversión se entregaron v\$ñ 104,70 de los nuevos papeles, más una prima en títulos de v\$ñ 0,50.

Como es costumbre en esta clase de operaciones la Provincia ofreció al público m\$ñ 8,5 millones de v/n de títulos análogos a los entregados en canje, para financiar obras públicas con la autorización de ampliarla hasta v/n 16,5 millones.

El precio de suscripción era de 95,50% libre de comisión y gastos.

El monto de las suscripciones alcanzadas fué de m\$ñ 84,5 millones, de los cuales solamente se adjudicó v\$ñ 11,9 millones.

La conversión representó para la provincia una economía en los servicios de m\$ñ 200.000 anuales aproximadamente.

RESULTADOS DE LA CONVERSION DE LOS TITULOS DE LA

PROVINCIA DE CONDOBA

(En miles de m\$n)

EMPRESTITO DEL 5%	Giro al al llama- mar a rescate	Con Prima	Sin Prima	TOTAL	Rescate
Obligaciones hidráulicas de la Provincia Ley 3732					
Serie A	5.449,3	5.482,1	12,2	5.494,3	--
Serie B	2.680,8	2.676,2	4,6	2.680,8	--
Serie C	6.587,3	6.541,5	44,8	6.586,3	1,0
Empréstito interno de conversión y consolidación de la deuda de la Provincia Ley 3778.....	29.213,4	28.781,9	293,0	29.074,9	138.-
Bonos de obras públicas Ley 3950.....	2.500.-	2.500,0	--	2.500.-	
Empréstito interno de rescate obligaciones provenientes de la ley 3480, año 1937 Ley 3727.....	101,3	100,3	1,0	101,3	--
Total.....	46.577,1	46.082,0	355,6	46.437,6	139,5

CONVERSION DE LA PROVINCIA DE SALTA

El monto de la deuda interna consolidada en Salta, alcanzaba en 1943, a 19,1 millones de pesos moneda nacional en títulos del 6 y 5% de interés, exentos de impuesto a los réditos.

De acuerdo con lo autorizado por la Ley 712 y con las disposiciones de l Decreto del P.E. de la Provincia de Salta del 15 de mayo de 1943, se resolvió rescatar a la par, desde

el 28 de mayo hasta el 4 de junio de 1943, los bonos en circulación de las siguientes emisiones:

Bonos de Pavimentación de la Provincia de Salta -Ley 128 del 6%
Títulos de Obras Públicas Provinciales y Municipales de la Provincia de Salta- Deuda Garantizada con fondos de la Ley Nacional N° 12.139- 5% de 1937 (La ley de emisión de este empréstito establece un preaviso de 30 días).

De los 19,1 millones, m\$ñ 266.000 (el 1,4%) fueron reembolsados a la par y los v\$ñ 18,9 millones restantes (21 98,6%) fueron canjeados por los nuevos títulos gravados del 4½% de interés y 1% de amortización anual acumulativa, cuya vida es de 38 años.

Las condiciones en que se hizo la conversión fueron las siguientes por cada v\$ñ 100 de títulos del 5 y 6% se ofrecieron títulos del 4½% por un valor nominal de v\$ñ 105,20, incluido una prima de m\$ñ 0,50.

Simultáneamente, la Provincia ofreció a la suscripción pública nuevos títulos para asegurar la financiación de obras Públicas, cancelar deuda flotantes, etc.

El monto de las suscripciones, excedieron varias veces a las cantidades de títulos ofrecidos. Del total suscripto, a saber, m\$ñ 24,2 millones el gobierno provincial resolvió aceptar 2,8 millones.

Se calcula que la provincia obtuvo una economía en los servicios de m\$ñ 202,400 anuales, pero a costa de la prolongación del plazo promedio de la misma en uno nueve años.

RESULTADO DE LA CONVERSION DE LOS TITULOS DE LA PROVINCIA
DE SALTA

(En miles de m\$n)

EMPRESTITO	Circulación al llamar a rescate	C A N J E			Rescate
		Con Prima	Sin Prima	Total	
Bono de Pavimentación de la Provincia de Salta 6% Ley N° 128.....	508.1	503	0.1	503,1	5
Títulos de Obras Públicas provinciales y municipa- les de la Provincia de Salta 5% 1937-Ley 441...	18.636.5	18.375,3	--	18.375,3	261,2
Total.....	19.144,6	18.878,3	0,1	18.878,4	261,2

CAPITULO VII
CONVERSION 1944

Estado de la Plaza:

Todo el proceso que se ha venido desarrollando en el país como consecuencia de la guerra iniciada en 1939, adquiere caracteres más acentuados en 1944, por la acción de los agentes que en el orden interno y externo lo determinaron.

En el orden interno, el aumento de los gastos ordinarios del presupuesto y de los gastos extraordinarios a cubrirse con los recursos del crédito, la elevación de los salarios por la acción directa del Estado que intensifica la tendencia normal que en el mismo sentido provoca la mayor ocupación obrera fueron agentes directos e inmediatos del proceso inflatorio que nos aqueja.

En el orden externo, el desnivel de nuestra balanza comercial, ha determinado un extraordinario incremento de los medios de pago.

El saldo favorable de nuestro comercio exterior no representa como en épocas normales un beneficio para el país, ya que se fué produciendo a expensas de la extinción de nuestros bienes de capital que no han podido renovarse por el aislamiento forzoso en que nos encontramos.

Así, el activo imprescindible para el mantenimiento de nuestra producción interna ha sufrido la consecuencia de ese exceso de aprovechamiento, y ha dado lugar a que la industria local tratara dentro de lo posible la obtención de aquellos bienes.

Hecién ahora, con la terminación del conflicto, existe la posibilidad de poder utilizar tales disponibilidades, con la apertura del tráfico internacional y la realización de tratados

de comercio que permiten, sin trabas, el intercambio de productos y servicios.

INFLUENCIA EN EL MERCADO DE VALORES

Ese exceso de disponibilidades se tradujo en el Mercado de Valores en una constante demanda, lo que permitió al Estado poder satisfacer todas sus necesidades.

El Ministerio de Hacienda había manifestado a fines de 1943 en un comunicado, que la intervención en el mercado, tendía a evitar bruscas oscilaciones, por factores extraños al mismo o por efecto de liquidaciones imprevistas.

Partiendo de esa fecha, la cotización de los valores nacionales a largo plazo mostró un alza casi constante (1), se efectuaron ventas de importancia con fines de regulación, evitándose un ascenso demasiado brusco en los precios, la cotización de las series gravadas llegó prácticamente a la par en el mes de junio de 1944.

La baja en los rendimientos de los títulos nacionales también alcanzó a los bonos del tesoro y a las letras de Tesorería, papeles estos últimos que siguieron contando con una amplia demanda.

Esta circunstancia hizo pensar que sería posible emitir títulos de 3½% de interés a un plazo intermedio de 10 a 15 años los cuales podrían colocarse cerca de la par entre el público inversor.

Se fué creando un ambiente de confianza en la amplia receptividad de la plaza que llegó a inducir a las autoridades financieras a creer en la posibilidad de emitir empréstitos a largo plazo con un tipo de interés inferior al de las últimas emisiones.

Cuando por el aumento de los precios, el rendimiento de los valores del 4% gravados con impuesto a los réditos había descendido hasta su tasa nominal, el Ministerio de Hacienda decidió convertir las emisiones del 4% de interés, exentas de dicho gravámen que aun quedaban en circulación, y cuyo rendimiento efectivo era inferior al nominal.

REALIZACION DE LA OPERACION

Como la situación se presentaba propicia, el Poder Ejecutivo decidió retirar los valores nacionales que aún quedaban exentos de impuesto a los réditos.

COTIZACION DE LOS TITULOS PUBLICOS (1)

EMPRESTITOS	Promedio del mes de junio de 1944		Semana al 8 de julio de 1944	
	Cotización	Rendimiento Efectivo	Cotización	Rendimiento Efectivo
GED. HIP. ARGENT.	99,89	4,004	99,96	4,001
CONVERSION 1941				
Serie A.....	98,32	4,06	99,13	4,03
Serie B, C y D	97,82	4,08	98,78	4,04
E y F 1943-83				
y 1943-84.....	97,76	4,09	98,76	4,05
1936 y Repat.1937	100,04	3,99	100,33	3,98

(1) Excluido cupón

El 19 de junio de 1944, el Poder Ejecutivo, dictó el decreto No. 15.993-44 en el cual se detalla la operación a llevarse a cabo.

Se adoptó el 3½% como tasa de interés en los nuevos títulos, este tipo según informó el Departamento de Hacienda había sido elegido en consideración a la índole de la operación a realizar y a la circunstancias de que en la situación que pre-

sentaba el mercado en tales momentos, esa era la tasa que permite efectuar la conversión en las condiciones más favorables.

Pero esa fijación no debía tomarse como una determinación del Gobierno Nacional de modificar el tipo de interés. Se quiso pulsar al mercado.

Cuando el nuevo empréstito fué ofrecido al público se fijó el tipo de colocación de 91,50 pesos, que bastante superior al que se suponía en un principio.

TIPO DE CANJE ADOPTADO

Para inducir a los tenedores a aceptar los nuevos papeles ofrecidos se entregaba por cada vñ 100 de los títulos que se retiraban de la circulación, mñ 109,30 y una prima de 0,50 mñ en valores nominales de los nuevos que se ofrecían al público, se trataba de compensar de esta manera la pérdida sufrida por el menor interés y por la supresión de la exención del pago del impuesto a los réditos.

Desde 1941 se nota en este tipo de operaciones, que se presentan con las siguientes características.

- 1º Se llama a rescate de los valores que se desea retirar de la circulación.
 - 2º Se ofrece en canje una determinada cantidad de los nuevos valores a emitirse por los que se retiran de la circulación.
 - 3º Se lanza a la suscripción pública una determinada cantidad de títulos, con el fin de conseguir los fondos necesarios para impedir la quiebra de la conversión y para satisfacer los gastos que son financiados con el producido de la negociación de títulos.
-

DECRETO DEL PODER EJECUTIVO N° 15.993-44 (19-6-1944)

Buenos Aires, 19 de junio de 1944.

VISTO:

que los artículos 80 al 82 de la Ley N° 11.627 Complementaria Permanente de Presupuesto (Edición 1943) autorizan al Poder Ejecutivo a convertir la deuda pública interna;

que el artículo 33 de la misma ley faculta al Poder Ejecutivo a emitir títulos para cubrir los gastos que deben atenderse con recursos de esa naturaleza; y

CONSIDERANDO:

que el Gobierno Nacional, fundado en razones de igualdad impositiva, ha propiciado la política de ir retirando de la circulación la emisiones exentas del impuesto a los réditos;

que entre los títulos nacionales actualmente en circulación se encuentran las siguientes emisiones que aún mantienen el privilegio de exención de impuesto;

"Crédito Argentino Interno 4% 1936" - Ley N° 12.237"
"Repatriación de Deuda Externa 4% 1937" - Ley N° 12.345"
"Crédito Argentino Interno 4% 1938" - Ley N° 12.360

que la situación actual del mercado y los niveles de precios alcanzados por los títulos nacionales permiten encarar el reemplazo de estas emisiones por otros valores no exentos de impuestos, en condiciones favorables para el Tesoro;

que las disposiciones de emisión de estos empréstitos reservan al emisor el derecho de aumentar en cualquier momento los respectivos fondos amortizantes;

que para la suscripción del nuevo empréstito que se emite debe darse preferencia a los tenedores de los títulos que se rescatan y recibir en pago a estos valores, a los tipos de canje -

que se fijen al efecto;

que de acuerdo con lo que dispone el artículo 81 de la ley N° 11.672 (Complementaria Permanente de Presupuesto -Edición 1943-) se considerarán aceptantes del nuevo empréstito a los tenedores de títulos llamados a rescate que en tiempo hábil no haya pedido el reembolso;

que para atender los compromisos habituales del Estado, que se financian con la negociación de títulos, es necesario asimismo disponer la emisión de los valores correspondientes;

que para ellos se cuenta con las autorizaciones dispuestas por las leyes Nos. 12.576 y 12.815 de Obras Públicas y 12.345, 12.578, 12.574, 12.599, 12.667, 12.679, 12.778 y 12.816 de Presupuesto para los años 1937 a 1943, y el decreto N° -- 18.228 de Presupuesto para el año en curso, así como también con las autorizaciones dadas por las leyes Nos. 11.266, 11.378, 11.742, 11.925, 12.254, 12.255, 12.511, 12.636, 12.672 y 12.690;

Oído el Banco Central de la República Argentina en su carácter de Agente Financiero del Gobierno Nacional;

EL PRESIDENTE DE LA NACION ARGENTINA

D E C R E T A :

ARTICULO 1º: Llámase a rescate a la par, con más los intereses corridos hasta el día 13 de julio de 1944, inclusive, a los títulos en circulación de los siguientes empréstitos emitidos por el Gobierno Nacional:

"Crédito Argentino Interno 4% 1936" - Ley 12.237,
"Repartición de Deuda Externa 4% 1937" - Ley 12.345, y
"Crédito Argentino Interno 4% 1938" - Ley 12.360.

ARTICULO 2º: Previa inscripción por la Contaduría General de la Nación, el Banco Central de la República Argentina procede-

rá a emitir títulos denominados "Crédito Argentino Interno - Conversión 3½%, 1944-87", del 3½% de interés anual y 1% de amortización acumulativa;

- a) en la cantidad necesaria para sustituir los títulos que se rescaten en virtud de lo dispuesto por el artículo anterior, atender las erogaciones derivadas de esta operación y la prima que se acuerde; y
- b) por m\$n 500.000.000 (trescientos millones de pesos moneda nacional) destinados a financiar gastos que, de acuerdo con las disposiciones vigentes, deben atenderse con el producido de la negociación de títulos.

La cantidad definitiva de los nuevos títulos que se emitan para atender las operaciones a que se refiere el apartado a), se fijará oportunamente por decreto.

ARTICULO 3º: Los intereses de los nuevos títulos que se emiten, se pagarán trimestralmente el 15 de enero, 15 de abril, 15 de julio y 15 de octubre de cada año, y el primer cupón vencerá el 15 de octubre de 1944.

La amortización se practicará trimestralmente por compra o licitación cuando se coticen debajo de la par o por sorteo cuando estén a la par o arriba de ella. En cada operación se retirará como mínimo la cantidad de títulos fijada en la tabla matemática. El fondo amortizante podrá aumentarse en cualquier momento.

Los cupones y títulos amortizados serán pagados por intermedio del Banco Central de la República Argentina en el cual se harán también las licitaciones para el servicio de amortización con las formalidades de práctica.

ARTICULO 4º: La suscripción de los títulos que se emiten por el presente decreto podrá efectuarse pagando en efectivo o con títulos de los llamados a rescate por el artículo 1º, reservándose el Estado el derecho de cerrar, en cualquier momento, la

suscripción en efectivo y de efectuar prorrates.

Los tipos y las condiciones de canje y el precio para pago en efectivo se establecerán oportunamente por decreto.

ARTICULO 5º: Fijase el período del 3 al 11 de julio de 1944, inclusive, para que los actuales tenedores de los títulos llamados a rescate soliciten el reembolso a la par de sus valores o suscriban con ellos los nuevos títulos que se emitan. A los tenedores que dentro del término previsto no soliciten el reembolso, se les considerará como aceptantes de la suscripción de los nuevos títulos y no tendrán derecho a la prima que se acuerde.

ARTICULO 6º: Autorízase al Ministerio de Hacienda de la Nación a ofrecer en suscripción pública títulos de la emisión que se dispone por el artículo 2º en la cantidad que estime conveniente dentro de los límites fijados en el mismo artículo.

ARTICULO 7º: Fijase el 13 de julio de 1944 como fecha de anulación de las emisiones llamadas a rescate por el artículo 1º desde la cual no devengarán interés.

Después de dicha fecha se procederá a hacer efectivo el importe de los títulos cuyo reembolso haya sido solicitado.

ARTICULO 8º: Los nuevos títulos "Crédito Argentino Interno - Conversión 5½%, 1944-87" tendrán como fecha de emisión el 14 de julio de 1944.

ARTICULO 9º: La Casa de Moneda procederá a imprimir:

- 1º) Los títulos que se disponen emitir por el artículo 2º y cuya distribución de láminas por denominación y su respectiva numeración le será indicada por el Banco Central de la República Argentina;
- 2º) Títulos sin numerar, en las cantidades y oportunidades que indique el Banco Central de la República Argentina destinados a:

- a) Reemplazar en los casos previsto por el Código de Comercio, los títulos perdidos, robados o inutilizados; y
 - b) Ser utilizados, previa numeración, en la forma indicada en el artículo 11^º del presente decreto.
- 3^º) La casa de Moneda procederá también a la impresión de los registros numéricos respectivos.

ARTICULO 10^º: La Casa de Moneda conservará las planchas utilizadas para la impresión de los títulos; en la custodia de dichas planchas intervendrá el Banco Central de la República Argentina.

ARTICULO 11^º: Queda facultado el Banco Central de la República Argentina para disponer, cuando lo considere conveniente, la impresión por intermedio de la Casa de Moneda, de títulos de denominaciones de hasta vñ 100.000 (cien mil pesos moneda nacional nominales), destinados a sustituir a otros de la misma emisión y de distinto valor.

El Banco Central de la República Argentina procederá a la destrucción de los valores recibidos en tales canjes y comunicará al Ministerio de Hacienda, a la Contaduría General de la Nación y a las Bolsas de Comercio la distribución y numeración de los títulos que entregue a la circulación y que retire de ella.

ARTICULO 12^º: Los casos de pérdida, robo o inutilización de títulos y cupones serán regidos por las disposiciones del Código de Comercio.

ARTICULO 13^º: Comuníquese a la Casa de Moneda y Tesorería General, públíquese, dése al Registro Nacional y Boletín Oficial y pase a la Contaduría General de la Nación y Banco de la República Argentina a sus efectos.

RESULTADOS DE LA OPERACION

El total de los títulos que circulaban exentos de impuesto a los réditos era de v\$ⁿ 368,7 millones optaron por el canje v\$ⁿ 359,0 millones y por el reembolso v\$ⁿ 9,7 millones, como se desprende del siguiente cuadro:

EMPRÉSTITOS	Circulación de los títulos	Canje	Retirado por Reembolso
	(valor nominal en millones de m\$ ⁿ)		
C.A.I. 4% 1936.....	91,4	87,8	3,6
Repatriación 4% 1937..	184,0	177,9	6,1
C.A.I. 4% 1938.....	93,3	93,3	
Total.....	368,7	359,0	9,7

EMISION DE VALORES NACIONALES DURANTE 1944

La única emisión de valores ofrecida en suscripción pública durante el año fué la de los títulos "Crédito Argentino Interno - Conversión 3½% - 1944-87" lanzados al mercado simultáneamente con la conversión de los valores del 4% exentos del impuesto a los réditos.

Fijado el precio de m\$ⁿ 91,50 las suscripciones alcanzaron el primer día a v\$ⁿ 365,5 millones, por lo que el Ministerio de Hacienda se vió inducido a ampliar la suma de v\$ⁿ 100 millones inicialmente ofrecida hasta el máximo previsto de v\$ⁿ 300 millones y a declarar cerrada ese mismo día la suscripción. Siguiendo igual política que en oportunidades anteriores, al efectuarse las adjudicaciones se eximió al crecido número de pequeñas suscriptores del prorrateo que debió realizarse.

Las otras dos emisiones efectuadas durante el año, no han sido ofrecidas al público.

La primera ascendió a v\$ⁿ 500 millones en títulos denominados "Crédito Argentino Interno 1944-84" del 4% de interés y 1% de amortización anual acumulativa, gravados con el impuesto a los réditos.

Salvo v\$ⁿ 110 millones entregados al Banco de la Provincia de Buenos Aires a raíz del anticipo que esa institución hizo por v\$ⁿ 100 millones al Gobierno Nacional, según informó oportunamente el Ministerio de Hacienda, estos títulos fueron colocados en las cajas de jubilaciones y reparticiones oficiales, ya sea en pago de aportes del Estado o en virtud de colocaciones de fondos efectuados por dichas reparticiones, o de canjes por títulos que era necesario obtener para la regulación del mercado.

La segunda de las emisiones aludidas, de v\$ⁿ 300 millones en títulos "Crédito Argentino Interno 1944-85" también de 4% de interés se destinó a atender inversiones de las cajas de jubilaciones y aportes que el Estado debe hacerles. Al mantener el tipo de 4% de interés en esa emisión, se trató de no agravar el problema que creó a dichas reparticiones la reducción de la tasa de los títulos públicos a partir de 1933.

EFFECTS DEL NUEVO TIPO DE EMISION

De inmediato a la colocación de los valores del 3½% de interés la plaza comenzó a mostrar la pesadez que sigue a toda emisión de importancia, a las liquidaciones que podrían considerarse normales se sumaron las que se originaron por aquellos inversores que, constituyendo posiciones a precios más bajas, trataban de realizar el beneficio esperado, a esto se debe agregar el retraimiento de los inversores que por la baja en

el tipo de interés buscaron otras colocaciones más remunerativas; así, se volcaron gran parte de ellos en el mercado de acciones y obligaciones, cuyas cotizaciones experimentaron alzas de considerable importancia.

La idea de la disminución del poder adquisitivo se fué abriendo camino en la mente de los inversores y para protegerse transforman el dinero en bienes materiales o valores representativos de los mismos.

Así los títulos nacionales fueron perdiendo valor, por las continuas ofertas, entonces se vió la conveniencia de rebajar las cotizaciones artificialmente mantenidas hasta ese momento en un nivel cercado al máximo alcanzado, en junio. (1)

El Banco Central siguiendo las instrucciones del Ministerio de Hacienda permitió una reducción en las cotizaciones 2,80 puntos y con el propósito de que ello no pudiera interpretarse como un abandono de la defensa del mercado se establecieron precios mínimo.

Con la cooperación de los bancos particulares se creó un fondo de 200 millones de pesos con la posibilidad de aumentarlo a 300 millones puesto a disposición del Banco Central a fin de aumentar sus disponibilidades para la compra de valores en la Bolsa.

Con esas medidas se paralizaron las liquidaciones y los precios de los títulos nacionales pudieron entonces superar los mínimos fijados, pero a pesar de las condiciones propicias que

(1) Los títulos. C.A.I. 1941 (4%) se cotizaban en la semana al 1 de julio de 1944 de la siguiente manera:
Serie A, a 99,13. Series B, C y D a 98,78 las Series E y F 1942, 1943-83 y 1943-84, a 98,76

seguidamente predominando en el mercado monetario la plaza se mantuvo tranquila en los tres últimos meses del año.

La cotización de los valores nacionales en los primeros meses de 1945 experimentó una ligera sube, posteriormente se nota una tendencia bajista en todos los valores, con la excepción de las Cédulas hipotecarias cuyas cotizaciones se mantienen con ligeras variantes sobre la par.

La baja en las cotizaciones se ha reflejado con mayor intensidad en los valores del 3½% ya que por su situación son los más expuestos a todas las contingencias, la supresión de la exención y el hecho de gozar de un interés menor han influido en la disminución de su valor hasta alcanzar con su rendimiento efectivo la tasa efectiva del mercado.

COTIZACION - PROMEDIO - EXCLUIDO CUPON -

PERIODO	Cred. Hip. Arg. 4% Series A a M 3a. y 4a.	CREDITO ARGENTINO INTERNO 4%			3 1/2% Conversion 1944 - 87
		Conversion 1941 Serie A	Conversion 1941 Series B, C y D	Conversion 1941 Serie E y F 1942 1943-83, 84 y 1944-84	
		En (m\$n)			
Julio 1944	99,81	99,08	99,02	98,97	91,72
ago.	99,96	98,76	98,70	98,63	91,56
sep.	100,23	97,26	97,16	97,08	90,22
oct.	100,42	96,39	96,09	96,05	88,76
nov.	100,98	95,64	95,99	95,90	88,76
dic.	100,92	95,56	96,15	96,09	88,74
enero 1945	101,62	97,18	96,57	96,46	88,86
feb.	101,86	97,60	96,80	96,72	88,87
mar.	101,63	97,70	96,94	96,87	88,70
abril	100,01	96,21	95,56	95,37	86,64
mayo	100,15	95,88	94,72	94,56	85,68
junio	100,16	95,76	94,76	94,67	85,19
julio	100,36	95,88	94,64	94,56	84,61

CAPITULO VIII

LA TASA DE INTERESES EN LOS TITULOS PUBLICOS

Evolución:

El Estado cuando emite títulos, lo hace con la finalidad de obtener los fondos necesarios para la satisfacción de sus necesidades y el cumplimiento de sus fines.

No es un especulador que necesita ofrecer grandes ventajas para conseguir esos fondos. Los inversores lo saben y es por eso que no buscan al colocar su dinero en ellos ninguna ganancia derivada de la fortuna en los negocios o del azar involucrado en tales especulaciones.

Los títulos del Estado ofrecen el atractivo de la seguridad, son valores de fácil liquidación que constituyen un foco de absorción, de capitales que tratan de conseguir una colocación exenta de grandes fluctuaciones, aunque el rendimiento no sea muy elevado.

El interés que se paga por estos empréstitos es una cuestión de mucha importancia ya que un tipo elevado ofrece el atractivo de volcar una gran cantidad de capitales en ellos, con el consiguiente perjuicio a la economía nacional, un nivel bajo de renta puede derivar el dinero hacia otras inversiones.

La tasa de interés no está determinada por el gobierno, sino es la resultante de las condiciones imperantes en el mercado en cada oportunidad. De nada valdría en efecto, fijar un interés determinado cuando la renta de los títulos tiende a subir varios puntos en las cotizaciones, en tales circunstancias los valores del tipo adoptado disminuirán su cotización hasta que la renta efectiva esté a tono con el mercado.

El interés y el valor de colocación no significan en definitiva sino una posición inicial porque al transcurrir el tiempo las leyes de la oferta y la demanda escapan a la acción de los gobiernos encargándose de llevar a todos los valores a su cauce natural.

En las emisiones realizadas por el gobierno nacional en los últimos años se nota una tendencia constante a la baja en el tipo de interés.

En 1932 cuando se llevó a cabo la emisión del empréstito patriótico la tasa adoptada fué del 6% por sucesivas conversiones los tipos adoptados fueron reduciéndose paulatinamente. Las conversiones realizadas en 1933 y 1941 se encargaron en gran parte de ello. Si bien la primera de las mismas no se encuadró dentro de los dictados de la ciencia financiera que exige el cumplimiento de los recaudos ya analizados, la segunda fué coronada por el mayor de los éxitos; en ella se obtuvo una rebaja en el tipo de interés, lográndose además abandonar la pernicioso política adoptada de la exención impositiva a la renta de los títulos públicos.

Las provincias y municipalidades, siguieron el camino iniciado y fueron retirando paulatinamente de la circulación ya sea mediante canjes por valores gravados o por traspasos de las deudas a la nación las emisiones que gozaban de exención impositiva.

En la actualidad existen deudas que circulan exentas en la Provincia de Tucumán y Entre Ríos, en donde no se han realizado operaciones de Conversión debido a que ellas no están previstas en las leyes de emisión de las mismas. (1)

(1) Existen también pequeñas emisiones exentas como ser, títulos de pavimentación de la Ciudad de Bs. As. cuyo monto en

La política del dinero barato (1) tantas veces preconizada por nuestro gobernante ha sido seguida en los últimos años en todas las operaciones que se realizaron sobre títulos públicos.

En 1944, cuando se rescataron las deudas que aun permanecían exentas de gravámen, se entregaron en su lugar títulos del 3½% de interés.

La plétora de capitales que existían en la plaza permitió suscribir con holgura la operación.

Transcurrido el tiempo, la baja experimentada en los mismos, hace afirmar que este tipo no consulta la realidad del mercado.

En las circunstancias actuales el tipo más conveniente ha de estar alrededor del 4 o 4½%.

EMPRÉSTITO 1945 - 55

El Gobierno Nacional ha lanzado a la plaza una emisión de m\$ 100 millones de títulos C.A.I. al 3% de interés, siendo suscripto en más del doble de dicha cantidad y antes de la fecha prevista. Con esto se sigue demostrando en que medida prevalece hoy entre nosotros las necesidades de hallar para el dinero emisiones compensatorias y perfectamente garantizadas, al mismo tiempo cubiertas de los riesgos inherentes a los que pueden efectuarse en el comercio y la industria.

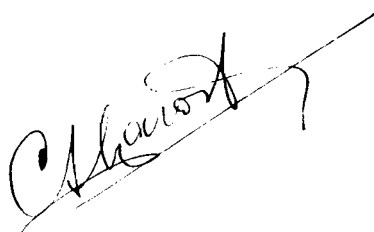
Pero la significación económico social en operaciones de crédito no puede medirse como en la mencionada por la rapi-

(1) El concepto del dinero barato ha dicho la Corporación de Tenedores de títulos y acciones es un verdadero gravámen que las autoridades financieras han impuesto sobre los que ahorran puesto que no otra cosa importa abaratar el tipo de interés.

des con que se efectúa ni tampoco por el volumen de los pedidos de suscripciones que acerca de ellos se registren. Lo que acontese en este caso demuestra la abundancia de dinero en manos de los particulares o de las instituciones bancarias privadas.

"Cuando la iniciativa privada evoluciona con restricciones y las fuentes de trabajo productor dejan sobrantes apreciables de capital lo lógico es que estos últimos concluyan por buscar en los préstamos del Estado un refugio que los libere de la inmovilidad a los que sin él permanecerían esterilmente sometidos durante un lapso más o menos prolongado".(1)

La aceptación de este papel, está demostrada por sus cotizaciones que se mantienen dentro del tipo de emisión de 94,50 pesos moneda nacional, y se debe evidentemente al plazo de duración de la deuda, transcurrido el cual será retirado de la circulación.-

A handwritten signature in dark ink, appearing to be 'C. L. ...', written over a horizontal line.

(1) Guía del Rentista - sept. 1945.