



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



Frustración de la formación de un mercado de títulos públicos: su proceso 1925-1966

Machado, Augusto Rafael

1967

Cita APA: Machado, A. (1967). Frustración de la formación de un mercado de títulos públicos, su proceso 1925-1966.

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

Col 1501
924

ORIGINAL

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
CATEDRA DE POLITICA BANCARIA

(634)

Trabajo de tesis doctoral
sobre el tema:

"FRUSTRACION DE LA FORMACION DE UN
MERCADO DE TITULOS PUBLICOS"

(Su proceso: 1925-1966)

Presentado por el alumno:

AUGUSTO RAFAEL MACHADO

Plan "D"

Para optar al grado de Doctor en Ciencias Económicas

Fecha de Presentación: 21/11/67
Profesor: Dr. Marcelo G. Cañellas.
Registro N°: 12.608.
Libreta Universitaria N°: 1.137.
Domicilio: Roque S. Peña 404 - San Isidro.
T.E. - 743 - 1744.

(2do. Cuatrimestre)
1967

Subseraliari
1/12/67
M. Cañellas

[Handwritten signature]

CATALOGADO

[Handwritten signature]
N. 241 (200)
TESIS
N. 241
M.

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

ORIGINAL

S U M A R I O

CAPITULO I - PRE-ESTRUCTURA (Antes de 1925).

CAPITULO II - FORMACION (1925 - 1935).

CAPITULO III - CONSOLIDACION (1935 - 1942).

CAPITULO IV - DEFORMACION (1943 - 1955).

CAPITULO V - CORRECCION (1956).

CONCLUSIONES.

CAPITULO I

PRE-ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES PUBLICOS

(ANTES DE 1925)

La política de endeudamiento de los gobiernos patrios, por impulso de las circunstancias, operó más al influjo de las necesidades de las guerras que en función de una coordinación del gasto público; su característica fue el déficit presupuestario y su dimensión queda signada en aquella frase de Terry: "fue el nacimiento del papel moneda causa de grandes males y fuente de grandes riquezas". Durante todo ese período el país resolvía su problema nacional, era potencialmente agrario y dependía en todas sus manufacturas del exterior. Los años que siguieron a la Organización Nacional se particularizaron por la iniciación de una corriente de préstamos, principalmente externos, a tono con:

- a) la confianza que el país comenzaba a irradiar al exterior;
- b) la carencia de ahorros internos;
- c) sus inmensas posibilidades naturales, y
- d) la necesidad de puertos, ferrocarriles, obras sanitarias, etc.

En esta época el mercado interno de los papeles públicos era muy pequeño y resultó entonces harto difícil para el Gobierno recoger fondos mediante el ahorro nacional hasta tanto se superaron los efectos de la crisis de 1890.

Posteriormente al decretarse la inconvención en agosto de 1914, la plaza no cotizó el oro contra el billete inconvertible y los papeles representativos de valores públicos y privados fueron ampliando lenta y gradualmente su participación en los movimientos diarios.

Más allá, en la década del veinte, la Bolsa acusó claramente dos impactos positivos: Uno, de iniciación de un crecimiento que en las cifras recoge el impulso de la Gran Guerra para inte

rrumpirse en 1920; en efecto, como consecuencia del conflicto de 1914, se volcaron fondos del exterior originándose un verdadero proceso de nacionalización privada de los empréstitos; esos valores especialmente las codiciadas cédulas hipotecarias acudían desde Londres, París y Amberes a nuestro mercado a través del puerto de Amsterdam, siendo adquiridas por capitalistas y público del país. El segundo impacto tuvo lugar luego de la crisis de 1920 y descansó en el retorno al pátrón oro en varios países, ayudado por una relativa prosperidad (recordemos que nuestro país volvió a ese régimen en 1927).

De ahí en adelante tienen lugar una serie de acciones y reacciones financieras que, en síntesis, determinaron movimientos activos y pasivos recogidos por los estados mínimos que se esquematan a continuación; desarrollándose a lo largo del proceso que conforma este trabajo efectos diversos según la línea monetaria, económica o fiscal trazada, la coyuntura existente, los imperativos políticos y la primacía de los factores de poder.

ESQUEMA MINIMO DE LOS "ESTADOS" EN QUE SE REFLEJA
EL MOVIMIENTO DE LOS TITULOS PUBLICOS

CREACION DE LA DEUDA

Movimiento del Tesoro

<u>INGRESOS</u>	<u>EGRESOS</u>
Rentas Generales	Gastos del Presupuesto
Ingresos por anticipos	
Recursos del crédito a corto plazo	
Recursos del crédito a largo plazo	

BALANCE DEL TESORO

<u>ACTIVO</u>	<u>PASIVO</u>
Existencia en efectivo	Deuda Exigible
Créditos	Deuda Bancaria
Anticipos a deudores	Letras de Tesorería y papeles de corto plazo
	<u>SALDO: DEUDA FLOTANTE</u>
	+
	<u>ESTADO DEUDA CONSOLIDADA</u>
	<u>DEUDA PUBLICA TOTAL</u>

GESTION FINANCIERA INTERMEDIARIA

Banco Central

Mercado de Valores

DISTRIBUCION DE LA DEUDA

BANCO CENTRAL.

Activo: Valores Públicos del Gobierno Nacional.

SISTEMA BANCARIO.

Activo: Valores Públicos del Gobierno Nacional, otros Gobiernos y Reparticiones Oficiales.

SISTEMA DE PREVISION SOCIAL.

Activo: Valores Públicos.

BANCO HIPOTECARIO NACIONAL.

Activo y Pasivo de orden:
Cédulas Hipotecarias.

COMPAÑIAS DE SEGUROS Y EMPRESAS.

Activo: Valores Públicos.

REPARTICIONES OFICIALES.

Activo: Valores Públicos.

OTROS INVERSORES.

Activo: Valores Públicos.

CAPITULO II

FORMACION (1925 - 1935)

En los años que precedieron a la crisis de 1930, el mercado de títulos públicos repartía, aproximadamente en un 50%, sus colocaciones entre el país y el exterior; en 1932, el empréstito patriótico implicó una apertura de importancia hacia la búsqueda del ahorro genuino nacional representando ya en 1935 la dimensión del mercado y de la deuda los siguientes guarismos:

Relación entre las transacciones en valores públicos y las totales: 92 %

$$\frac{\text{Deuda Pública Total}}{\text{P. B. I.}} = \frac{3.596 \text{ M.}}{8.150 \text{ M.}} = 44,1 \%$$

El movimiento de los títulos públicos circunscribió su dinámica a la participación fundamental de los siguientes sectores:

- a) Bolsa de Valores. (Canalizador indirecto del ahorro genuino hacia las cédulas hipotecarias y títulos públicos).
- b) Banco Hipotecario Nacional. (Actuación como colocador intermediario de las cédulas hipotecarias).
- c) Banco Central. (Operaciones de mercado abierto hasta el total de la cartera de Bonos Consolidados).
- d) Cajas de Jubilaciones. Absorción medida de los aportes patronales del Estado en títulos públicos).
- e) Tesoro. (Uso del crédito a corto y largo plazo).

Como consecuencia de lo anterior se deduce que los fondos necesarios para el Tesoro provinieron, durante el período 1925/1935, fundamentalmente de la colocación de ahorros auténticos internos o de empréstitos colocados en el exterior.

NOTA: La letra "M" inmediatamente después de una cifra abrevia convencionalmente la palabra "millones".

A) Estructura del Mercado de Valores.

El cuadro que sigue capta perfectamente la interrupción de un proceso feliz que se prolonga hasta 1928 acusando a partir de allí un lapso de estancamiento modificado recién después de 1932 y coincidente con la contracción que experimentaría la situación económica del país con motivo de la gran crisis.

En 1933 se destaca la importancia absoluta y relativa de los títulos públicos con motivo de la emisión del Empréstito Patriótico y el mayor movimiento engendrado por la conversión de de la deuda dispuesta en 1933 (canje de los títulos del 6% por otros similares del 5%), esta tendencia que continúa luego de 1933, de aumento de la significación ponderada de los títulos públicos y de estabilización absoluta de las cédulas es coincidente, también, con la contracción de la construcción en esos años y refleja en su vuelco a los papeles netamente financieros el esfuerzo efectuado por el Gobierno para sanear la situación económica de la Nación; la creación del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias, ya hace sentir su efecto en 1935 al agilizar y elevar los efectivos bancarios permitiendo las actividades de fomento crediticio y creando un clima general de mejora que se refleja en la Bolsa.

CUADRO N° 1
TRANSACCIONES BURSATILES

Años	Transacciones realizadas en la Bolsa en Valores Públicos			Transacciones Acc. y Obligaciones	Transacciones Bolsa Total General	% Tít. Públicos / total Bolsa	% Cédulas s/total Bolsa	% Acc. y OB. s/total Bolsa
	Títulos Públicos	Cédulas	Otros					
1925	152.9	347.5	21.7	28.0	550.1	27.7	63.1	5.0
1926	122.2	369.8	35.8	61.1	588.9	20.7	62.7	10.3
1927	147.0	357.9	40.1	76.7	621.7	23.6	57.5	12.4
1928	202.8	364.6	46.7	75.6	689.7	29.4	52.8	11.0
1929	145.3	375.9	63.6	73.0	657.8	22.0	57.1	11.0
1930	159.5	319.0	79.8	46.7	605.0	26.3	52.7	7.7
1931	166.3	278.8	64.1	37.0	546.2	30.4	51.0	6.7
1932	149.8	211.3	45.4	16.6	423.1	35.4	50.0	3.9
1933	383.7	198.4	68.0	22.0	672.1	57.0	25.0	3.3
1934	489.7	232.7	47.4	32.7	802.5	61.0	28.9	4.0
1935	621.3	199.1	35.4	27.2	883.0	70.3	22.5	3.0

FUENTE: Memorias del B.C.R.A. y Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

La visualización del Cuadro de Transacciones Bursátiles N° 1 y la del Cuadro N° 2 de Deuda Pública transcripto más adelante nos permite seguir la evolución del mercado de títulos públicos y su correlación con la deuda a través del lapso 1925-1935. Son características destacadas del mismo:

- 1) La mayor gravitación de las cédulas hipotecarias (título público indirecto) frente a los títulos públicos propiamente dichos hasta 1932 inclusive.
- 2) La inversión de ese proceso a partir de 1930, activado por el crecimiento de las transacciones de títulos públicos.
- 3) La escasa significación del mercado de valores privados frente al de valores públicos durante los once años considerados.
- 4) La importancia del mercado bursátil de títulos públicos como sector fundamental para la colocación de los papeles representativos de la deuda.

B) Deuda Pública.

CUADRO N° 2
EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA
(en millones de m\$n.)

Años	Deuda Interna Consolidada	Deuda Externa Consolidada	Deuda con solidada total	Deuda Flo tante	Deuda Total
1925	911	883	1.794	463	2.257
1926	957	888	1.845	474	2.319
1927	1.052	1.104	2.156	408	2.564
1928	1.156	1.112	2.268	417	2.685
1929	1.225	1.071	2.296	773	3.069
1930	1.228	1.035	2.263	1.054	3.317
1931	1.404	994	2.398	1.169	3.567
1932	1.811	943	2.754	1.071	3.825
1933	1.823	1.218	3.041	903	3.944
1934	1.812	1.234	3.046	890	3.936
1935	2.243	1.249	3.492	104	3.596

FUENTE: Memorias de la Contaduría General de la Nación.

La deuda interna consolidada en el lapso estudiado se componía fundamentalmente de títulos de C.A.I. y otros con intereses del 5% al 6% y amortizaciones acumulativas del 2 1/2%, 1 1/2% y 1% anual, las que arrojaban 40,5, 32,75 y 24,5 años de plazos respectivamente.

La circulación de la deuda interna, en síntesis, respondía en 1935 a las siguientes emisiones en millones de pesos moneda nacional:

Títulos del C.A.I.	1.833
Bonos consolidados del Tesoro Nacional	400
Bono Perpetuo (Caja Jubil.Civil)..	10
	<u>2.243</u>

En el mercado de ahorro genuino, ocupaba entonces destacada importancia, revestida de características propias, la cédula hipotecaria. Este título inició su circulación el 20 de diciembre de 1886, con la firma del primer contrato del Banco Hipotecario Nacional, el mecanismo de la cédula era el siguiente: Al otorgar un préstamo el Banco Hipotecario Nacional no entregaba dinero a su deudor, sino cédulas que debían ser negociadas en plaza, obteniendo su vendedor una ganancia o una pérdida, según fuera su precio superior o inferior al nominal, es decir, al escrito en cada título y por el cual lo había recibido de la institución emisora. El interés que percibía el Banco Hipotecario Nacional (6% al comienzo de sus operaciones, reducido luego al 4% por las sucesivas conversiones) lo pagaba a los tenedores de las cédulas. Las amortizaciones que periódicamente se realizaban destinábanse al rescate de las cédulas, a fin de reducir el monto de los préstamos. El Banco Hipotecario era así un simple intermediario entre los que disponían de dinero y quienes lo necesitaban y poseían bienes raíces. En tal carácter y para cubrir los gastos de administración cobraba una comisión que se reducía al avanzar el plazo del préstamo.

CAPITULO III

CONSOLIDACION (1935 - 1942)

Esta etapa obliga a su fraccionamiento en dos períodos. El primero correría desde 1935 a 1938 asentándose en él como causas naturales de su desarrollo, el saneamiento monetario del país, el reflejo de la reforma bancaria de 1935, la creación del Fondo de Intervención de los Valores Nacionales en 1937 y la continuidad del prestigio y confianza externa gradual y firmemente lo grada en el país, ya desde bastante tiempo atrás.

Este lapso se caracteriza por un aumento de la importancia relativa de los papeles privados cuya participación sobre el total operado asciende de un 3% en 1935 a un 9,7% término medio para el trienio siguiente (1936-1938).

El segundo período que divide la etapa considerada correría desde 1939 hasta 1942 y adicionaría a los factores de crecimiento indicados en el período precedente, la influencia de la segunda guerra como elemento de canalización indirecta de los fondos disponibles. Al cierre de este período (1942) los papeles privados representaban el 14,4% del mercado bursátil, configurando toavía el grado de su ritmo creciente una tendencia normal de consolidación del mercado de valores total frente a la coyuntura económica del país.

A) Estructura del Mercado de Valores.

Período 1935 - 1938.

Luego del "impasse" provocado por la gran crisis, emprendió el mercado el camino de la consolidación apoyado en la reforma bancaria de 1935, proceso de robustecimiento que, de acuerdo a las cifras del Cuadro N° 3, evidencia un crecimiento claro y

definido hasta 1937. Caracterizose todo el lapso por una gravitación gradualmente ascendente de la participación de los valores privados en el mercado que pasaron del 6% en 1936 a más del 14% en 1939, experimentando una ligera caída, en líneas generales, el nivel de transacciones de las cédulas adicionales a los títulos públicos.

En su función de agente financiero del Gobierno el Banco Central actuó en el reembolso de las emisiones traspasadas por las provincias al Gobierno Nacional ofreciendo la reinversión de esos capitales en títulos del C.A.I. 4 1/2% 1936 (Ley 12.237).

Por aplicación de la ley citada, a mediados de 1936 se convirtió la deuda de la provincia de Mendoza transferida a la Nación (6,78% de interés) y se cubrió con los ya mencionados títulos; el monto de la operación fue de \$46,1 M. en valor efectivo (v\$n. 51,5 M.). Después de esta operación el Banco Central emprendió la venta regular de títulos nacionales en la Bolsa, de acuerdo con las instrucciones del Gobierno y consultando continuamente la capacidad de absorción del mercado.

En la fase ascendente del ciclo el movimiento alcista del mercado de títulos permitió colocar títulos C.A.I. 4%-1936, sin que las necesidades de Tesorería lo requirieran.

CUADRO N° 3

TRANSACCIONES BURSATILES

Años	Transacciones realizadas en la Bolsa en Valores Públicos				Transacc. en acc. y oblig.	Transacc. en Bolsa Total General	% Tit. Púb. s/total Bolsa	% Cédulas s/total Bolsa	% Acc. s/total Bolsa
	Tít. Públ.	Cédulas	Otros Hipotec.	Total					
1936	935.0	208.8	32.1	1.175.9	74.0	1.249.9	75	17	6
1937	1.009.0	232.0	35.9	1.276.9	142.9	1.419.8	71	16	10
1938	512.7	229.2	44.7	786.6	80.6	941.8	54	24	9
1939	628.7	262.2	56.0	946.9	159.7	1.106.9	56	24	14

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

A ésta emisión le siguieron otras, provinciales y municipales, llegando el total colocado a \$500 M, lo cual trajo la saturación del mercado y la baja de las cotizaciones, apoyada por la menor entrada de capitales en la segunda mitad de 1937 y el retiro de fondos transitoriamente invertidos. A raíz de ello se creó la Comisión de Valores como entidad niveladora de la oferta de papeles públicos al mercado para evitar su sobrecarga. En 1937 el Banco Central vendió a través de la Bolsa v\$n. 151,5 M y v\$n. 32,4 M en forma directa a las cajas de jubilaciones y reparticiones autónomas. Para la mejor regulación del mercado el Banco Central dispuso un Fondo de Intervención de \$33 M que: "no perseguía lograr o mantener precios ficticios para los valores nacionales, sino moderar las súbitas oscilaciones del mercado comprando títulos cuando presionaba la oferta para venderlos en momentos de desahogo" (1).

Reflejo de esa política fue el promedio de las cotizaciones del C.A.I.4 1/2% 1935 que ascendió a \$90,5 M oscilando desde \$87,6 M en enero a \$93,7 M en diciembre 1936. El monto de las letras de tesorería en circulación descendió en \$5,5 M, totalizando \$37,7 M, mientras que su interés bajó de 2,5% y 3% para 30/90 días al 2,98% y 2,39%.

La Comisión de Valores, en cumplimiento de sus fines comenzó a vigilar los ofrecimientos con vistas al mantenimiento de la sanidad del mercado y así en 1938 la colocación neta de valores públicos descendió a \$125 M mientras que en 1937 dicha colocación había alcanzado los \$550 M. Al cierre de 1938 quedaban \$ 500 M pendientes de autorización. El estudio de la absorción del mercado efectuado por la Comisión de Valores señalaba que eran \$150 M la cantidad aceptable como base de colocación y su distribución sería de \$60 M para emisiones del Gobierno Nacional, \$50 M para el Banco Hipotecario, \$ 40 M para las provincias y municipalidades. Resultó muy importante la introducción plena de este ins

(1) - Memoria del B.C.R.A. 1936, pág. 18.

trumento de regulación de la oferta llamado a cumplir importantísimas funciones a lo largo de la evolución de las distintas coyunturas. A modo de ejemplo se señala que en función de regulación durante 1938 la Comisión de Valores vendió títulos por \$47 M y compró por \$33 con lo cual, el resultado neto de la regulación arrojó una colocación en el mercado por este concepto de \$14 M. En febrero de 1939 la depreciación del peso en el mercado libre fue acompañada de la liquidación de valores y los acontecimientos internacionales de setiembre la obligaron a sostener las cotizaciones.

Período 1939 - 1942.

CUADRO N° 4

TRANSACCIONES BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES

(Valores en millones de m\$n.)

Años	Títulos públicos			Valores hipotecarios			Acc. y Oblig. empresas privadas	Total Gral.	%		
	Nac.	Prov. y Munic.	Total	Cédulas	Otros	Total			Acc.	Tít. Púb.	Cédulas
1939	340.6	288.1	628.7	262.2	55.9	318.1	160.1	1106.9	14.4	56.7	23.6
1940	413.6	288.1	701.7	293.9	56.3	350.2	121.2	1.173.1	10.3	59.8	25.0
1941	708.9	493.0	1.201.9	318.4	36.8	355.2	129.0	1.686.1	7.6	71.2	18.2
1942	568.4	346.5	914.9	315.9	44.1	360.0	215.1	1.490.0	14.4	61.4	21.2
1943	1.018.8	502.5	1.521.3	281.7	47.5	329.2	245.4	2.095.9	11.7	71.2	13.4

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

La segunda guerra terminó con el corto período de reordenamiento paralelo a la desaparición de las secuelas de la depresión del año 1929. El país estaba mejor preparado y su mecanismo bancario contaba con una mayor flexibilidad para atenuar y contrarrestar las fluctuaciones externas. No se produjo pánico bursátil ni hubo traslado de éste a los negocios públicos y privados.

En función de regulación los títulos comprados por el Banco Central totalizaron \$33 M entre el 24 de agosto y el 6 de setiembre de 1939 y una vez restablecida la calma se iniciaron las ventas. Al 31 de diciembre de 1940 las existencias del fondo de regulación quedaron reducidas a cifras apenas superiores a las del año anterior \$126 M, después de haber realizado las compras y ventas correspondientes de Bonos Consolidados.

A continuación se detalla a título de ejemplo la distribución operada en la colocación de una serie de \$150 M del C.L.A. en diciembre de 1939.

	Millones m\$n.	%
Bancos para su cartera	46.3	30
Suscripto por el público y otras instituciones	96.3	64
Reservado para regulación ...	7.4	6
	150.0	100

Esta distribución resultaba representativa respecto de la tendencia positiva operada en la cobertura de las colocaciones con motivo del efecto de la reforma bancaria de 1935.

Es de destacar que esta apertura porcentual se repitió y mejoró en las distintas emisiones efectuadas en el período en estudio caracterizándose además por una gran cantidad de pequeñas suscripciones de reducido monto distribuidas en el país por pequeños ahorristas. Es que "el mercado empezaba a alcanzar la dimensión que le permitiría pronto satisfacer las necesidades del Tesoro Nacional y consolidar el prestigio de los valores nacionales con una evidente manifestación de fuerza pública" (')

(') - Memoria del Banco Central 1939, pág. 15.

En efecto, el análisis de la composición porcentual del mercado obtenido a través del Cuadro N° 4 anterior, nos indica que el sector público consolidó su posición hasta 1943, con un evidente predominio de los papeles nacionales, una caída de la participación relativa de los papeles provinciales y municipales y una estabilización de lo operado en cédulas hipotecarias.

La afluencia de capitales del exterior junto con el dinero puesto en circulación por las compras de granos realizadas por el Gobierno determinaron la abundancia de fondos disponibles que buscaron inversión preferentemente en títulos públicos y letras de tesorería. Las cotizaciones se fueron afirmando y el Banco Central reguló la plaza sin contrariarla. Con excepción de los títulos del 5% (de cotización superior al valor nominal y rescate a la par), el alza de los precios bajó el rendimiento de los papeles. Lo mismo sucedió con las letras de tesorería y al encontrarse el Gobierno en el límite legal que autorizaban las disposiciones legales, los intereses de adjudicación bajaron hasta llegar a niveles más de acuerdo con el mercado de papeles de largo plazo.

Se redujeron también los tipos de interés de los Certificados de Participación en los Bonos Consolidados, con el propósito de mantener fondos en los bancos para facilitar la futura colocación de los bonos del tesoro 1941.

Los títulos del C.A.I. 1939 pasaron de \$93.96 en enero a \$97.29 en diciembre y los del Empréstito de Repatriación 4% de \$87.42 a \$93.76 entre iguales meses. Las condiciones estaban dadas para encarar la conversión.

En 1942 la entrada de Estados Unidos en la guerra trajo tres meses de incertidumbre rápidamente superados, se emitió un nuevo empréstito de \$200 M. mientras las inversiones en inmuebles repuntaban de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO N° 5

VENTA DE INMUEBLES

(en millones de m\$n.)

Años	En la Capital	En la Prov. Bs. As.
1939	339	365
1940	329	353
1941	375	379
1942	669	568

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

No obstante el auge inmobiliario que acusa el período considerado, los valores nacionales continuaron teniendo mercado debido a la presión de los fondos existentes y a la limitación en la emisión de las letras de tesorería y su baja en los intereses.

Las cédulas se valorizaron en exceso en función de su escasez y en razón del prestigio de este papel que si bien no se diferenciaba del C.A.I., obtenía sobre éste cuatro puntos de ventaja término medio.

El efecto positivo de las medidas encaminadas a la creación de un auténtico mercado nutrido con ahorro genuino caracterizó a las autoridades monetarias que entornaron la época de la reforma bancaria de 1935. En esos años se nota el crecimiento de la participación del público en los valores públicos e hipotecarios con relación al total. A partir de la guerra se produjo el excedente de medios de pago a que nos refiriéramos y los saldos disponibles presionaron en el mercado de títulos originando el alza de los precios. La política del gasto público apoyó el proceso y se usó esa circunstancia para bajar el interés de los papeles (conversión). En un momento en que debía cancelarse poder de compra se activó más el mercado dando ello lugar a ciertas presiones

inflacionarias mucho más atenuadas de las que vendrían después. Este movimiento fue estimulado por el gasto y éste, a su vez, por la facilidad del crédito, confundiéndose a los excedentes provenientes del exterior con ahorros nacionales que no existían, frente al auténtico déficit de los abastecimientos y equipos. No obstante se había logrado un evidente avance en dos aspectos sumamente importantes:

- 1) La creación de un mercado interno de papeles públicos.
- 2) La posibilidad de defenderse internamente en el desequilibrio fiscal.

Faltaba aún el correcto ensamble de la política monetaria con la fiscal.

Las cifras del Cuadro N° 4 señalan claramente que el sector público continuaba ampliando, como se dijo, su participación en el total del mercado bursátil hasta 1943.

Si recurrimos a la distribución porcentual que surge del análisis del año 1942, excluyendo la de 1943 por considerarla exagerada y provista de motivaciones especiales, constatamos que la absorción de los distintos sectores, considerando también el bursátil incluido en el público, respondía al siguiente esquema:

Público:	55%
Reparticiones oficiales:	15%
Bancos comerciales:	30%
	<u>100%</u>

B) Deuda Pública.

Período 1935 - 1938.

CUADRO N° 6
EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA

Años	D e u d a :				
	Pública Interna	Pública Externa	Pública Consolidada	Flotante	Total
1935	2.243,0	1.249.0	3.492.0	104.0	3.596.0
1936	2.675.2	1.224.0	3.899.2	79.5	3.978.7
1937	2.859.3	934.0	3.793.3	170.8	3.964.1
1938	3.025.7	1.006.6	4.032.3	428.6	4.460.9
1939	3.292.1	1.140.6	4.432.7	391.4	4.844.1

FUENTE: Memorias de la Contaduría General de la Nación.

En 1936 la deuda pública total creció \$382.7 M. de los cuales \$107 M. corresponden a la deuda provincial traspasada a la Nación de acuerdo con la Ley 12.139. El aumento compensa \$407.2 M. de crecimiento en la Deuda Consolidada con \$24.5 M. de reducción en la Deuda Flotante. Las obras públicas excedieron el monto de la deuda utilizada para ese fin en \$60 M. al totalizar \$124. M.

El principal producido de la negociación de títulos por \$311.- M. se orientó a:

- 178.1 - Trabajos Públicos, armamentos y demás gastos a atender con el producido de la negociación de títulos.
- 14.5 - Gastos de Ejercicios vencidos.
- 82.6 - Operación de conversión de deuda.

El saldo fue transferido al ejercicio siguiente, excluidas operaciones menores.

El gobierno debido a la fuerza del mercado negoció mayor cantidad de la necesaria y acumuló fondos para las obras públicas del año siguiente. El interés de la plaza permitió rebajar las tasas del 4 1/2% al 4%.

En los años siguientes el crecimiento de la Deuda Consolidada Interna continuó canalizándose hacia los trabajos y obras públicas principalmente, ello promovió el siguiente comentario incluido en el mensaje de elevación de la Memoria del Departamento de Hacienda: "Se considera un imperioso deber llamar la atención sobre el grave peligro que entraña la financiación de los trabajos públicos. De mantenerse el ritmo actual de las obras públicas y demás gastos a cubrir con el producido de la negociación de títulos, el crecimiento de la deuda seguirá con gran intensidad y ello, desde luego, se traducirá en un incremento de los servicios financieros, que gravitan sobre el presupuesto de las rentas generales" (').

Al cierre de 1938 la relación entre la Deuda Pública total y el Producto Bruto Interno ascendía a:

$$\frac{\text{D.P.}}{\text{P.B.I.}} = \frac{4.460,9}{9.905} = 45\%$$

La circulación de la deuda interna al cierre del 1939 estaba compuesta por las siguientes emisiones:

Títulos del C.A.I.	\$ 2.886.3
Bonos Consolidados del Tesoro	\$ 395.8
Bono Perpetuo (Caja Jub. Civ.)	\$ 10.0
	<hr/>
	\$ 3.292.1
	<hr/> <hr/>

(') - Memoria del Departamento de Hacienda año 1938, T.1, pág.56.

En cuanto a la evolución de la deuda externa, en el período considerado, corresponde señalar que los empréstitos en dólares contraídos desde 1923 a 1928 incidían pesadamente en el balance de pagos. Los servicios sumaban \$202 M. anuales por ello entre 1935 y 1937 se reduce considerablemente la deuda externa; pero en 1938 vuelve a emitirse un empréstito en dólares.

Respecto de la Deuda Flotante ya en 1938 resulta perceptible la transformación del Balance del Tesoro frente a los años precedentes.

La deuda bancaria y de corto plazo asciende en \$70.2M, las letras en francos y florines se incrementaron en \$48.8 M y el anticipo del Banco Central subió a \$34.9 M. Se recurrió al uso transitorio del Fondo de Margen de Cambio ante la falla de la negociación de los títulos por \$106.4 M.

Las imputaciones impagas llegaron a 81 M.; siendo estos incrementos indicativos del alza de \$258 M. que experimentaría la deuda flotante con relación al año anterior.

CUADRO N° 7

EVOLUCION DE LA DEUDA PUEBLICA

(en millones de m\$.n.)

Años	Deuda interna consolidada		Deuda externa consolidada		Deuda Consolidada Total	Rubros representativos del pasivo del balance del tesoro				Total Deuda Flotante	Incrém. % neto de Deuda Flot.	% Relac. entre D. Flot/ D. T.	Deuda Total
	Circulación	% Incrém. neto	Circulación	% De crém. neto		Plazo intermedio	Plazo corto	Deuda Externa	Deuda Bancar.				
1939	3.292,1	-	1.140,6	-	4.432,7	-	186,9	73,5	-	391,4	-	8,1	4.824,1
1940	3.445,8	4,6	1.114,2	-2,3	4.560,0	-	155,7	75,8	33,4	687,2	75,5	13,1	5.247,2
1941	3.948,5	14,5	1.062,9	-4,6	5.011,4	248,0	232,8	98,1	-	943,5	37,2	15,8	5.954,9
1942	4.218,8	6,8	1.012,7	-4,7	5.231,5	280,0	322,5	67,5	47,8	1.130,2	9,7	17,7	6.361,7

FUENTE: Memorias de la Contaduría General de la Nación.

Hasta 1939 las emisiones de los títulos de largo plazo respondieron a empréstitos del C.A.I. del 4 y 4,5% y del 1% de amortización anual. En ese año se introdujeron títulos del 2,1/4% y 8,1/4% de amortización para lograr así una intensa diversificación de plazos, lo cual se sumaba al esfuerzo ya realizado anteriormente con las letras de tesorería (corto plazo). Se introdujo un título de plazo intermedio que, no sujeto a un rápido reembolso ni a un rédito bajo, tampoco dependiera de las fluctuaciones del valor que el mercado impone a los títulos de lenta amortización. Se satisfacía así a los inversores que preferían estabilidad con menor rendimiento.

En 1941 la animada situación del mercado permitió encarar la conversión de la deuda nacional. Se contaba con recursos suficientes para regular la plaza y atender una suma grande de reembolsos. Estos recursos provenían de los fondos aún no aplicados a la compra de las cosechas (de utilización gradual) originados en \$250 M. del Bono (papel de 5 años) colocado en los bancos unos meses antes para absorber sus disponibilidades. Además el Gobierno contaba con el respaldo complementario del anticipo no usado del Banco Central (\$95 M.).

La conversión abarcó más de \$4.000 M. de valores de los cuales \$2.783 M. eran valores nacionales del 4,1/2% y 5% y \$1.372 M. correspondían a cédulas hipotecarias.

El Gobierno logró rebajar el interés de la deuda para ponerlo a tono con el mercado y eliminar la exención tributaria a los valores nacionales. Llamó a rescate y ofreció la suscripción en efectivo o con títulos de rescate. La operación comprendió 18 empréstitos (C.A.I., Empréstito Patriótico, Títulos nacionales de las provincias de Mendoza y San Juan y Bono General del Empréstito de C.A.I.).

En su reemplazo se colocaron 6 series del 4% con distintas amortizaciones para mantener los 3 principales tipos de plaza de los antiguos empréstitos:

Amortización anual	2 1/2 %	=	24,5 años
Amortización anual	1 1/2 %	=	32 $\frac{3}{4}$ años
Amortización anual	1 %	=	40 $\frac{1}{2}$ años

Se propusieron tipos de canje equitativos de acuerdo a la real situación del mercado estableciendo paridades en función de la baja del interés, la incidencia del impacto a los réditos y la diferencia de cotización más la prima de conversión. La conversión resultó un éxito convirtiéndose \$2.726 M. salvo los \$ 2.783 M. de valores nacionales.

El Banco Hipotecario procedió a su vez al rescate de las cédulas, ofreciendo un nuevo papel del 4% y 1 3/4% de amortización anual sujeto al pago del impuesto a los réditos. De los \$1.372M en circulación se convirtieron \$ 1.349 M. El valor actual de los intereses no pagados y el de los impuestos a cobrar representó una economía durante la vida de los préstamos de \$159,6 M. y de \$57,1M. en el caso de las cédulas.

La Deuda Flotante durante el curso del período inicia su crecimiento tanto en valores absolutos, como en relativos frente a la deuda total, configura ello un nuevo sistema de endeudamiento rápido que alcanzará su auge en los años que seguirán a 1943, año en el cual su relación frente a la deuda total pasa del 18 al 22%.

Ocupaban ubicación destacada en el pasivo del Balance del Tesoro las letras de tesorería internas y externas y los Bonos del Tesoro. En cuanto a las letras de tesorería internas diremos que resultaba muy importante por razones de política monetaria contar con un papel de corto plazo preferentemente colocable en las instituciones financieras y el público, en lugar de los bancos. Por eso se simplificaron las normas vinculadas con la suscripción de esos papeles, se rebajaron los montos mínimos y se cotizaron en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (esta última medida im

plicaba la posibilidad de su fácil negociación antes del vencimiento). En 1940 las operaciones efectuadas pasaron de \$40.5 M. a \$95M. El efecto de esta demanda transformó la estructura de los tenedores pues en 1935 el público y las entidades privadas sólo poseían \$2,7 M. de letras de tesorería mientras que en 1940 poseían más de \$100 M. Las letras en circulación alcanzaron a \$155,7 M. en 1940 y pasaron a \$322,5 M. al cierre de 1942, según se refleja en los balances del tesoro (Cuadro N° 7).

El interés del público por estos papeles, continuó creciendo y en 1942 la circulación alcanzó a los límites legales surgiendo la imposibilidad de atender la creciente demanda del público, lo cual influyó fuertemente en los tipos de interés que bajaron a un nivel no alcanzado hasta ese entonces. Posteriormente la ley de presupuesto 1942 facultó al Poder Ejecutivo para hacer uso transitorio en forma de letras de tesorería de las autorizaciones pendientes para emitir títulos nacionales, esto no influyó en los tipos de interés de hasta 300 días, pero encareció la tasa anual por el monto del gravamen; para evitarlo se modificó su cotización para hacerla a x% del V.N. procediendo igual que en el caso de los restantes valores públicos.

A partir de 1942 todo el incremento en las colocaciones de letras de tesorería corresponde a las suscripciones de los bancos, siendo lamentable que la saludable tendencia del público se haya detenido con motivo de la baja del interés.

Años	Absorción anual de Letras de Tesorería			
	Bancos comerciales	Repartic. nacionales	Público	Total
1939	38	4	7	49
1940	- 51	-4	13	-42
1941	39	9	49	97
1942	78	-	-	78

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

En concordancia con las políticas propias de la etapa de Consolidación se lanzaron los Bonos del Tesoro, estos nuevos títulos producían un interés del 2 3/4% y tenían una amortización del 20% anual (cinco series con vencimientos desde 1 a 5 años). Un consorcio de 27 bancos tomó la emisión de \$250 M. a la par. La situación de la plaza y el apoyo de un Fondo de Regulación del 40% facilitaron la rápida colocación. Su negociación se limitó a los bancos pero con el propósito de lanzarlos al público. "Una vez in" "corporado a la plaza llenarían el claro existente entre las Le-" "tras de Tesorería a un año y los títulos a 10 años emitidos en" "1939 de ese modo tanto los bancos como los inversores podrían en" "calonar convenientemente el vencimiento de las colocaciones con" "lo que se habría dado un gran paso en el mejor ordenamiento del" "mercado financiero" (').

Los papeles de más corto plazo están menos expuestos a las oscilaciones de los tipos de interés. A un descenso de \$ 3.- en un papel del 4% y 25 años de duración corresponde una baja de \$0.40 en Bonos del Tesoro de 1 a 5 años y 2.75% de interés.

La existencia de estos papeles intermedios permite que los fondos de inversión relativamente transitorios pueden colocarse en estos papeles dejando los títulos para las inversiones largas como ocurre en las plazas financieras bien organizadas. El desarrollo de este tipo de operación contribuiría a la mayor estabilidad del mercado.

La emisión de los bonos del tesoro se inició como dijéramos en 1941 y quedó en un principio circunscripta a los bancos en espera de una oportunidad para su oferta pública, ésta se dio en 1943 y fue coincidente con la emisión a largo plazo de ese año dado que una buena parte de los fondos disponibles buscaban una inversión transitoria.

(') - Memoria del Banco Central 1941, pág. 53.

Esta emisión fue cubierta:

\$ 105,4 M. por los bancos.

\$ 24,0 M. por las reparticiones oficiales.

\$ 70,6 M. por el público.

\$ 200,6 M.

Las tenencias en poder del público a fines de 1943 ascendieron a \$ 137 M.

Se cierra así el año 1942, con un mercado de títulos públicos sano que se caracteriza por una absorción equilibrada de los diversos sectores de colocación de acuerdo a lo que ilustra el Cuadro N° 8 transcripto seguidamente.

CUADRO N° 8

ABSORCION NETA DE VALORES PUBLICOS

E HIPOTECARIOS = DESTINO DE LOS FONDOS TOMADOS

(Valores efectivos en millones de m\$n.)

Años	Público	Reparticio. oficial.	Bancos Comerciales	Total	Tesoro Nacional	Prov. y Municip.	Bancos Hipotecarios
1939	328	41	68	<u>437</u>	347	76	14
1940	138	42	-38	<u>142</u>	90	53	- 1
1941	181	79	240	<u>500</u>	416	94	- 10
1942	273	72	154	<u>499</u>	432	115	- 48

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

Como vemos el sector público concurre con el 55% de la absorción total del año, a las reparticiones oficiales les corresponde el 15% y los bancos toman el 30%.

La Deuda Pública total comparada con el Producto Bru
to Interno ascendía a:

$$\frac{\text{D.P.}}{\text{P.B.I.}} = \frac{6.361,7}{13.263} = 47,9\%$$

CAPITULO IV

DEFORMACION (1943 - 1955)

Tres factores se enlazan y convergen en el aniquilamiento del mercado público de títulos:

- a) el cambio político promovido por la revolución de 1943 y la incertidumbre con relación a sus realizaciones finales;
- b) la presión de fondos redundantes que continuaron actuando frente a la oferta de bienes aún en los años que inmediatamente siguieron a la terminación de la segunda guerra, y
- c) la conversión de los papeles en 1946 y el rescate de las cédulas hipotecarias coincidentes con la política monetaria de "abaratamiento del costo del dinero".

La acción de estas variables impactó el mercado bursátil promoviendo cambios sustanciales y violentos en su estructura que quebraron totalmente el proceso evolutivo de las etapas anteriores para determinar más que otra etapa, una época distinta, en la cual el "mercado público" de títulos, gradualmente y permítase la metáfora -como planta herida a la que paso a paso van cercando las hierbas- fue perdiendo su energía vital a medida que crecía el mercado de valores privados el cual pasó del 14% sobre el total operado al 75% entre 1942 y 1955 respectivamente.

CUADRO N° 9

TRANSACCIONES BURSATILES

(en millones de v\$n.)

Años	Títulos Públicos			Valores Hipotecarios				Acciones y Obligacio. de Empres. Privadas	Total Gene ral	% Accion.	% de Tít. Públ.	% Cédu las
	Nacio nales	Prov y Munic.	Total	Cédu las	Otros	Bonos Hip.EC.	Total					
1943	1.018.8	502.5	1.521.3	281.7	47.5	-	329.2	245.4	2.095.9	11.7	72.5	13.4
1944	1.471.3	499.5	1.970.8	272.0	87.0	-	359.0	351.9	2.681.7	13.1	73.4	10.1
1945	1.012.2	342.2	1.354.4	271.7	72.5	-	344.2	592.9	2.291.5	25.8	59.1	11.8
1946	1.472.6	437.1	1.909.7	171.5	54.3	63.9	289.7	774.1	2.973.5	26.1	45.5	5.7
1947	869.1	436.1	1.305.2	-	23.5	186.4	209.9	972.2	2.487.3	39.1	52.4	-

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

En 1943 las transacciones bursátiles en valores nacionales representaron el 50% del volumen negociado total. El Tesoro Nacional no sólo satisfizo holgadamente sus necesidades sino que obtuvo \$100 M. como incremento de disponibilidades.

Esta evolución se vinculaba con la abundancia de fondos en busca de inversión como consecuencia de los mayores ingresos monetarios y la imposibilidad de ampliar las actividades comerciales e industriales implicando por lo tanto, como dijimos, una coyuntura transitoria.

En cuanto a los papeles privados, a los que en este trabajo nos referimos en forma indirecta, cabe señalar que su mercado acusó una significación porcentual estable hasta 1942. En el año 1943, estos papeles, siempre más sensibles, recogieron la incertidumbre del momento político y se anticiparon en su caída porcentual a la tendencia general que retomaría la bolsa en su conjunto a partir de 1944. En ese año como veremos al analizar la absorción del período, el Tesoro tuvo que recurrir a sectores de colocación no genuinos. Finalmente al vislumbrarse la terminación de la guerra, primero se redujo la demanda en marzo de 1945 y luego se registraron fuertes ventas como consecuencia de la liquidación de operaciones efectuadas antes en forma transitoria. Pero, los años 1944 y 1945 estaban insinuando, además, una transformación estructural de singular y lamentable importancia.

En 1944 las colocaciones en el público decayeron (Cuadro N° 9) y se percibieron "síntomas de pesadez" (1), correspondiendo la mayor absorción de papeles a las Reparticiones Oficiales, con motivo del crecimiento de las reservas de las Cajas de Previsión; la composición porcentual de las absorciones señalada en la etapa anterior para 1942 en 1944 resulta modificada en la siguiente forma:

(1) - Memoria del B.C.R.A.

Público	34 %
Reparticiones Oficiales	39 %
Bancos comerciales	<u>27 %</u>
	<u>100 %</u>

CUADRO N° 10

ABSORCION NETA DE VALORES PUBLICOS

E HIPOTECARIOS = DESTINO DE LOS FONDOS TOMADOS

Años	Público	Repar. Oficial.	Cajas Jubi-lac.	Bancos Comerciales	Total	Teso-ro Nacional	Prov. y Munic.	Bancos Hipote-carios
1942	273	72	-	154	<u>499</u>	432	115	- 48
1943	589	186	-	72	<u>847</u>	805	79	- 37
1944	298	343	-	243	<u>884</u>	821	34	29
1945	272	492	-	134	<u>898</u>	886	14	2
1946	-1.216	264	494	458	<u>27</u>	1.096	30	-1.099
1947	- 675	148	1.099	576	<u>1.148</u>	734	448	- 34

Se agrega que a la ya insinuada tendencia decreciente de la absorción por parte del público contribuyeron por un lado:

- 1) El evidente entusiasmo por las operaciones en inmuebles.
- 2) El interés suscitado por las nuevas construcciones.
- 3) El mayor atractivo de las acciones industriales.

Resultando este último aspecto correlativo del menor interés en los títulos públicos debido al disminuído rendimiento de éstos y a las expectativas inflacionarias latentes. Además la

probable reanudación del comercio internacional exigía mayores disponibilidades.

Como consecuencia del proceso indicado las inversiones en títulos públicos de largo plazo bajan del 90% del total en 1943 al 40% en 1945. A raíz de lo cual la financiación de las necesidades fiscales debió hacerse principalmente en letras de tesorería absorbidas por los bancos en una proporción superior a la mitad de los papeles públicos e hipotecarios que tomaron en 1945.

Constituyó entonces, el año 1943 el punto final de una estructura de mercado que se interrumpió en 1944 y 1945 para cambiar violentamente su faz en 1946.

La nueva orientación de las colocaciones hacia las disponibilidades provenientes de ahorros no genuinos provocó la siguiente crítica del Banco Central:

"La necesidad de lograr una activa participación del público inversor en las colocaciones del Estado en momentos de abundancia de fondos como los actuales, ha sido señalada en estas memorias, en más de una oportunidad, como arbitrio para evitar la expansión de los medios de pago que se producen cuando el Gobierno Nacional acude al crédito bancario para cubrir sus necesidades fiscales".

"De ahí que haya que hacer atractivas las inversiones en valores nacionales para el público sin perjuicio de reducir las necesidades fiscales que deben atenderse con el producido de la negociación de títulos. Sólo así podrá llegarse en definitiva a esterilizar una parte de las sumas que el público está dispuesto a invertir en valores de renta fija". (1)

A la concreción del mercado de títulos habían contribuido el crecimiento económico y fundamentalmente la estabili-

(1) - Memoria del Banco Central 1945, pág. 45.

dad de la moneda que permitieron un equilibrado nivel entre los distintos mercados del dinero según los riesgos naturales de cada uno y los distintos plazos y formas de colocación.

La existencia de fondos disponibles en el sistema de previsión que pudieran operar en competencia con los ahorros privados representaba un peligro potencial de distorsión del mercado dificultando la expansión o contracción del crédito que la coyuntura económica aconsejara al Estado en su función de encausamiento del ahorro.

El Banco mixto distinguió claramente entre el crédito bancario corriente y las financiaciones e inversiones de lenta liquidación preferentemente realizables con el ahorro. Estas inversiones comportan una inmovilización directa e inmediata al no estar vinculadas al expendio de mercaderías y el poder adquisitivo que generan continúa presionando en el mercado.

"Existe por cierto una confusión frecuente entre"
"las funciones del crédito bancario y del ahorro, confusión muy"
"explicable en países nuevos que carecen de las grandes masas "
"de ahorro requeridas por su desenvolvimiento. Si el ahorro fue"
"se sustituido por el crédito, este problema se volvería de ex"
"trema sencillez". ('). Ya conocemos las distintas consecuencias
emergentes de la absorción de los papeles nacionales por el público o los bancos al enfocar la formación del mercado de títulos a corto plazo. Corresponde tener también en cuenta, según señala la memoria del Banco Central del año 1938:

"Que los bancos, en nuestro país, reciben una propo"
"ción bastante crecida del ahorro de la población. No sólo "
"actúan por consiguiente como creadores de poder adquisitivo, "
"sino también como intermediarios entre los tenedores de aho- "
"rro y aquellos empresarios que desean utilizarlo, o en otros "
"términos, como agentes distribuidores del ahorro del público."

(') - Memoria del B.C.R.A.

"De esto se derivó una conclusión importante. Si " "los bancos realizan financiaciones o inversiones empleando una " "parte prudente del incremento de los nuevos depósitos de aho- " "rro (ya que los existentes han sido totalmente colocados en " "una forma u otra) no crean nuevo poder adquisitivo, sino que " "se limitan a transferir parte del que han recibido del públi- " "co. En este sentido y mientras se pongan a cubierto de las ex " "tracciones que la experiencia aconseja prever, dichas finan - " "ciaciones o inversiones no entrañan riesgos monetarios y sólo " "están sujetas, desde luego, a las contingencias inherentes a " "esta suerte de negocios".

"Pero si se sobrepasa ese límite, son inevitables " "las consecuencias monetarias que explicamos, cualquiera que ha " "ya sido la índole o finalidad de las inmovilizaciones, ya se " "trate de excelentes hipotecas o de créditos para financiar el " "desenvolvimiento de industrias sanas, o para promover obras " "privadas o públicas de indiscutible productividad".

El razonamiento anterior era integralmente válido para una economía de plena ocupación. Pero, si los factores no están del todo ocupados y existen suficientes reservas de oro y divisas puede lograrse con préstamos bancarios líquidos una adecuada formación de capital. El sistema del banco mixto fue eficaz para atenuar las variaciones estacionales de la oferta monetaria pero tenía poca flexibilidad para incrementar o disminuir la demanda global debido a sus limitaciones operativas frente a los requerimientos fiscales. Su éxito radicó por ello en el orden con que se otorgó el crédito al Estado, pero al operar sólo en el campo monetario resultaba un instrumento económico incompleto, aunque en ninguna forma mejorado en los resultados por lo que luego se intentara imponer como reforma ideal.

CUADRO N° 11
TRANSACCIONES BURSÁTILES
(en millones de v\$n.)

	Títulos Públicos		Valores Hipotecarios			Accion. y Oblig.	Total	% Valores Nac. s/total	% Acc. y Oblig.
	Nacio nales	Prov. y Munic.	Cédu las	Bonos Hipot.	Otros				
1945	1.012.2	342.2	271.7	-	72.5	592.9	2.291.5	60,0	25.8
1946	1.472.6	437.1	171.5	63.9	54.3	774.1	2.973.5	74,0	26.0
1947	868.9	436.5	-	186.4	22.4	966.5	2.480.7	62.0	38.9
1948	684.3	354.3	-	118.0	27.1	1.383.6	2.567.3	26.6	53.8
1949	515.8	248.1	-	135.0	24.8	936.9	1.860.6	50.0	50.3

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

En 1946 el mercado se recuperó del receso bursátil de 1945 lo que elevó las transacciones en títulos en \$460 M. Se cruzan en esta coyuntura dos medidas de significación; por una de ellas se rescatan las cédulas hipotecarias, por otra, se acuerda al Banco Central mediante la modificación de su Carta Orgánica (Artículo 20) la facultad de comprar y vender en plaza con fines de regulación bursátil o monetaria valores nacionales hasta un importe no mayor del 10% del promedio de los saldos de los depósitos bancarios de los últimos 3 años. La primera de las medidas resultaba resistida por la plaza, la segunda se tomó esgrimiendo la necesidad de ampliar el límite anteriormente circunscripto al monto amortizado de los Bonos Consolidados, el capital del Banco Central y sus reservas para poder atender mejor la función reguladora de los mercados financieros y monetarios.

El rescate de las cédulas no sólo desorientó a los inversores sino que constituyó una medida inflacionaria de extraordinaria trascendencia económica. La cédula había conquistado sólida

dos y merecidos prestigios en el mercado nacional y en el exterior. Entre los valores nacionales era el más buscado no sólo por los pequeños ahorristas que podían adquirirla fácilmente en cualquier casa de cambio a precios conocidos por su cotización estable y que obtenían un rendimiento adecuado mediante la simple entrega del cupón pertinente y recuperaban el capital invertido efectuando su venta con la misma facilidad con que habían hecho la compra; sino también por las grandes empresas que tenían en las cédula hipotecaria la forma de colocar transitoriamente los excedentes de su disponibilidad monetaria. Luego de estas transformaciones las transacciones, al influjo de la mayor actividad industrial y del congelado rendimiento de los papeles oficiales, cambian su fisonomía y la incidencia porcentual de los papeles públicos sobre el total de las transacciones bursátiles empieza a declinar a partir de 1947. Manteniendo esa tendencia estructural la plaza bursátil opera muy activa hasta 1949 en que el volumen negociado en acciones decae sensiblemente deteniendo el auge especulativo de fines de 1948.

CUADRO N° 12

TRANSACCIONES BURSÁTILES

(en millones de v\$n.)

Años	Valores		Total	Valores Privados	Total	% Valores Públicos s/total
	Públicos (¹)	Hipotecarios				
1949	817.0	168.0	985.0	949.4	1.934.4	50.9
1950	717.5	244.3	1.060.3	650.4	1.612.2	65.7
1951	799.9	153.2	953.1	868.6	1.821.7	47.7
1952	733.7	108.6	842.3	820.1	1.662.4	49.3

(¹) - Títulos nacionales, provinciales y municipales.

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

Entre 1949 y 1952 cabe observar que si bien la tendencia de fondo responde a las condiciones generales de la plaza bursátil, es decir, recoge en 1950 parte del proceso de achicamiento del mercado; consecuencia del desequilibrio entre oferta y demanda de 1949 para recuperarse luego; en materia de valores públicos e hipotecarios la tendencia se independiza y refleja las características de un proceso sostenido de menor atracción por parte del público inversor.

La reforma bancaria de 1949 vuelve a conceder mayores prerrogativas para la regulación del mercado de valores públicos al elevar al tope de la capacidad de compra y venta (artículo 17 inc. i) de la carta orgánica) al 15% del promedio de los saldos de los depósitos bancarios.

CUADRO N° 13

TRANSACCIONES BURSATILES

Años	Títulos Públicos	Valores Hipotecar.	Total	Valores Privados	Total	% de Valores Públicos s/total
1952	733.7	108.6	842.3	820.1	1.662.4	50.6
1953	573.1	249.3	822.4	1.407.1	2.229.5	36.8
1954	758.0	395.8	1.153.8	2.764.2	3.918.0	29.4
1955	722.3	283.7	1.006.0	2.998.3	4.004.3	25.1

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

El monto de \$2.229.5 M. operados en 1953 representa un aumento de \$567,1M. sobre 1952, incremento que se circunscribe integralmente al sector de valores privados pues las operaciones en títulos públicos a la inversa disminuyen, sucediendo lo mismo en función de una medición en valores relativos hasta 1955. Los efectos de una buena cosecha y del nuevo sistema de ahorro del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias se canalizaron fundamentalmente al sector de los valores privados.

CUADRO N° 14
ABSORCION NETA Y DESTINO DE LOS
VALORES NACIONALES DEL MERCADO

(Valores efectivos en millones de m\$.n.)

Años	Absorción Neta				Total	Destino		
	Público	Repart. Oficial.	Bancos Comerc.	Cajas		Prov. y Municip.	Bancos Hipot.	Tesoro
1945	272	474	134	-	<u>898</u>	14	- 2	886
1946	-1.216	264	458	521	<u>27</u>	30	-1.099	1.096
1947	- 675	148	576	1.099	<u>1.148</u>	448	- 34	734
1948	- 703	218	401	1.714	<u>1.630</u>	216	- 83	1.497
1949	- 371	905	199	2.249	<u>2.982</u>	302	53	2.627

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

El Cuadro N° 14 precedente que expone la distribución de la absorción neta de los títulos públicos, localiza en el Sector Público el 30% de la capacidad de absorción en 1945. En 1939 el mismo Sector absorbía 75% (Cuadro N° 8) y en 1942, 42% (Cuadro N° 10).

A partir de 1944 la canalización de las emisiones de valores a través del mercado se caracteriza por una menor y acentuada absorción descendente y gradual y un mayor y equivalente vuelco de las emisiones hacia las Cajas de Previsión, Bancos y Reparticiones Oficiales. Exactamente a la inversa de aquello que las memorias del Banco Central anteriores a la vigencia del Banco nacionalizado y la cátedra universitaria (') señalaran como conveniente.

(') - Raúl Prebisch - Recopilación de sus clases sobre "El ciclo Económico Argentino".

En 1946, como se dijo, con motivo de la reestructuración del sistema bancario se cambió el régimen de la cédula hipotecaria y se estableció que el Banco Central daría al Banco Hipotecario con garantía de las hipotecas que constituyera, el dinero efectivo necesario para el cumplimiento de sus fines. En base a esto el Banco Central dispuso el rescate de las cédulas hipotecarias a la par más sus intereses devengados.

El monto rescatado fue de v\$n. 1.497,3 M.; simultáneamente se emitieron por el Banco Central Bonos Hipotecarios del 2½% para financiar las operaciones hipotecarias en láminas de \$100 rescatables el 1.7.56; aunque el Banco Central asumió el compromiso de adquirirlos en cualquier momento a su presentación al valor par más los intereses corridos.

Al 31 de diciembre de 1946 circulaban v\$n. 384 M. y entonces se dijo "que no convenía alentarlos ya que no eran la fuente obligada para el suministro de los fondos que requerían las operaciones del Banco Hipotecario" ('). Al 31 de diciembre de 1949, la circulación de estos bonos pseudos reemplazantes de la vigorosa cédula hipotecaria, ascendía sólo a \$355 M.

Con el régimen bancario de 1935 la limitación del poder de absorción de fondos públicos constituirá un freno saludable para el crecimiento de los gastos públicos. El gobierno busca cubrir sus déficit en el mercado de capitales y las finanzas a través de los bancos quedaban controladas.

El artículo 33 inc. 1) reglaba la facultad de vender a los otros bancos o volverles a comprar bonos consolidados del Tesoro Nacional recibidos o adquiridos por el Banco Central en virtud del artículo 7° de la ley de organización y los valores nacionales adquiridos hasta el monto del capital más las reservas, más el importe de los bonos consolidados amortizados.

(') - Memoria del B.C.R.A., 1946.

Al desaparecer las operaciones de mercado abierto en 1946 como sistema de regulación del crédito, el artículo 18 inc.1) de la reforma autoriza al Banco Central a adquirir valores nacionales como inversión propia hasta un monto que en ningún caso podrá exceder el del capital del Banco, sus reservas y el importe amortizado de los Bonos Consolidados del Banco Central.

Además con la implantación del redescuento "sui generis" y el régimen de adelantos a los bancos el Gobierno logró limitadas facultades para gastar, siempre que el Banco Central estuviera conforme y sin necesitar tener en cuenta para nada al mercado de capitales, pues no solamente a causa del enormemente acrecido poder de compra de títulos estatales por parte de las diferentes cajas de jubilaciones, sino también por la ilimitada posibilidad de obtener fondos públicos en los bancos (a redescontarse en el Banco Central) y por el procedimiento indirecto del redescuento de los documentos de las entidades estatales o de las compañías mixtas que ponían a disposición del Gobierno una cantidad ilimitada de fondos.

Complementariamente cabe recordar que la reforma bancaria de 1949 había elevado del 10% al 15% el límite fijado a los adelantos que el Banco Central podía efectuar al Gobierno como anticipo de sus recaudaciones en efectivo.

CUADRO N° 15

ABSORCION NETA Y DESTINO DE LOS VALORES PUBLICOS E HIPOTECARIOS

(Valores efectivos en millones de m\$n.)

Años	Absorción Neta				Total	Destino		
	Público	Repart. Oficial.	Bancos Comerc.	Cajas		Prov. y Munic.	Bancos Hipot.	Tesoro
1952	-276	826	9	4.756	<u>5.315</u>	39	-25	5.301
1953	140	193	1.197	5.535	<u>7.065</u>	19	116	6.930
1954	385	343	1.422	5.882	<u>8.034</u>	114	234	7.686
1955	281	238	878	5.982	<u>7.379</u>	259	118	7.002

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

Se nota (Cuadro N° 15) una tímida reacción en la absorción de Bonos Hipotecarios del $2\frac{1}{2}\%$ del Banco Central que si bien se orientó al Sector Público (inversores no oficiales), carece de importancia significativa frente al monto que representaran anteriormente las compras de cédulas hipotecarias y las necesidades en materia de vivienda.

A las cajas de previsión que continuarían siendo los principales inversores, se unen ahora, con importante significación ponderada los bancos comerciales que constituyen otro sector del mercado que contribuye a la absorción masiva de las emisiones efectuadas para cancelar los gastos del Tesoro, con el inconveniente ya señalado oportunamente.

El lapso que agrupa el Cuadro N° 16, evidencia la política trazada de cancelación de la deuda externa, objetivo de corte político claramente definido por el Gobierno de aquel entonces.

Esa medida en tanto los servicios agravados por la desvalorización monetaria no incidieran con fuerte ímpetu en el balance de pagos, no sería criticable si el intento hubiera tendido a llevarla a su nivel razonable, pero el simple rescate en aras de una razón exclusivamente nacional debería haberse ponderado en función de la oportunidad de mantener en prudente medida contactos con los mercados de préstamos internacionales.

CUADRO N° 16
EVOLUCION DE LA DEUDA

Años	Deuda Conso- lidada	% de incre- mento neto	Deuda Exter- na	% de decre- mento neto	Total	Balance del Tesoro (Algunos rubros pasivos)				Deuda Flo- tante	Incre- mento neto % de la Deuda Flotante	% Deuda Flotan- te sobre Deuda Total	Deuda Total
						Plazo		Banca- ria	Exigi- ble				
						Intermedio Bonos del Tesoro	Corto Letras de Tesorería						
1943	4.690.6	11.1	929.8	- 8,1	5.620.4	995.7	286.3	-	216.0	1.550.8	37.2	21.6	7.171.2
1944	5.369.5	14.4	524.7	-43.5	5.894.2	972.8	497.6	119.3	463.3	2.053.0	32.3	25.8	7.947.2
1945	6.192.5	11.5	482.6	- 8.0	6.675.1	962.4	781.9	155.5	570.2	2.470.0	20.3	27.0	9.145.1

FUENTE: Confeccionado en base a las Memorias Anuales de la Contaduría General de la Nación, Balances del Tesoro y "La Política Presupuestaria, la Deuda Pública y la Economía Nacional" de Enrique Blanco, pág. 38.

En 1945 se intentó crear una plaza para un nuevo papel, el Título Nacional de Ahorro, nominativo e intransferible que se debía mantener en cartera 6 meses, después de lo cual era reembolsable sin más trámite por su valor de capital más los intereses acumulados. No existía en este título el riesgo de las fluctuaciones de precios absolutos; su vida máxima era de 10 años y estaba exento de impuestos, el interés redituado era del 2.25% para los seis meses y de 3.50% al vencimiento habiéndose establecido el monto máximo a suscribir en \$30.000. La emisión ascendió a v\$n.200 M. de los cuales se ofrecieron \$100 M. a la suscripción pública entre el 1.9.45 y el 31.1.46 fecha en que se cerró el período habiéndose adjudicado \$59 M. entre 18.000 suscriptores resultando un promedio de \$3.240 por suscripción. Este intento como se ve no prosperó pues si bien se garantizaba el rescate, no existía tal garantía en cuanto al valor relativo de ese papel frente a una pérdida de valor adquisitivo del peso.

La Deuda Flotante recogió en su rubro pasivo "Letras de Tesorería" un descenso en la circulación de estos papeles que pasa de 322,5 M. en 1943 (Cuadro N° 7) a \$286.3 M. en 1945 (Cuadro N° 16). Esto se debe a que las colocaciones del C.A.I. permitieron cubrir ampliamente las necesidades fiscales reduciéndose, en consecuencia, la existencia de esas letras.

En 1944 y 1945 la demanda se muestra activa en estos papeles y las colocaciones determinaron la caída de los rendimientos.

Atento al deseo de estimular la entrada del público el Banco Central resolvió dar preferencia a éste a igualdad de tipo de interés.

CUADRO N° 17
EVOLUCION DE LA DEUDA

Años	C o n s o l i d a d a						Balance del Tesoro (Detalle de algunos rubros pasivos)		Deuda Flo tante	% Deu da in terna s/total general	% Deu da ex terna s/total general	
	I n t e r n a						Corto Plazo Letras Tesorería	Plazo medio Bonos Tesoro				
	C.A.I.	Oblig. Prev. Social	Bonos Consol. Tesoro	Bono Perpetuo C.Civil	Tít. Nac. Ah.	Total						
1945	5.736.1	-	388.5	10	57.9	6.192.5	482.6	962.4	781.9	2.470.0	-	-
1946	5.580.3	1.813.5	387.2	10	50.3	7.841.3	109.1	866.1	593.8	2.879.9	26.6	44.2
1947	5.501.8	2.925.0	385.8	10	120.4	8.943.0	97.4	887.3	518.0	2.498.2	14.0	12.0
1948	5.463.8	4.688.5	384.4	10	39.2	10.585.9	63.7	908.9	465.0	2.405.4	18.3	52.9
1949	5.530.6	6.982.8	382.9	10	35.0	12.941.3	51.5	855.9	641.0	2.537.5	22.2	-

FUENTE: Boletines Estadísticos del B.C.R.A.

Entre 1946 y 1949 el incremento neto (1) de la Deuda Consolidada Interna ascendió a \$5.100 M. Coincidió el año 1946 con una nueva política del Gobierno orientada según se dijo a "abatar el costo del dinero" para disminuir el servicio de la deuda y facilitar la financiación de las actividades productivas. Su punto de partida, al influjo de un mercado alcista, fue la gran conversión de 1946 en la que se rescataron 13 empréstitos del 4% por v\$n. 5.333.6 M. de los cuales la principal conversión radicó en v\$n. 3.871 M. del C.A.I. 3% y "Obligaciones de Previsión Social" del 4% por un monto de \$1.567.2 M. Otra característica del período que se comenta fue la casi paralización de la emisión de los títulos públicos de C.A.I. a partir de 1946 y el lanzamiento de suculentas series de "Obligaciones de Previsión Social", cuya circulación orillaba los 7.000 M. en 1949. Estas obligaciones que se colocaban compulsivamente en el sistema de Previsión Social representarían la contrapartida de un ahorro forzoso exigido a la masa afiliada con motivo de sus aportes y se transformarían luego en una merma de la capacidad adquisitiva de las jubilaciones futuras a raíz de los estragos operados por la desvalorización netaria.

Resulta sintomático el comentario que se insertó en el informe anual de la Secretaría de Hacienda (2) "En el transcurso del año 1948 han persistido en el mercado las características del año anterior, manifestándose en las operaciones bursátiles la afluencia de capitales que favorecieron el desarrollo de las actividades industriales y comerciales. Paralelamente fue reducida la actividad en el sector de los títulos públicos e hipotecarios, a lo cual debe atribuirse en parte la poca variación que demostró la cotización de esos papeles durante el año. No obs-

(1) - Al referirnos al incremento neto, significamos neto de amortizaciones y títulos en poder el Tesoro.

(2) - Informe de la Secretaría de Hacienda, año 1938, pág. 134.-

tante ello y merced al régimen de financiación de gastos que se viene llevando a cabo en los últimos años, el Gobierno atendió sus necesidades sin recurrir a ofrecimientos públicos".

Durante los años considerados en el cuadro precedente culminó la política del Gobierno tendiente a eliminar la Deuda Externa, con el fin de transformarla en interna por representar más reducidos servicios y no distraer divisas. Medida que implicó además de lo ya anteriormente señalado desde un punto de vista político; la aplicación de divisas fuertes a la adquisición de bienes activos ya existentes y en explotación en el país.

La Deuda Flotante se mantuvo prácticamente estable a través de los años 1945 a 1949. Merece destacarse, sin embargo, un hecho que ya se verá como repercute en el futuro: en el activo del Balance del Tesoro dentro del rubro "Deudores Varios" comienzan a tomar significación los conceptos "Anticipos a Ministerios" por \$230 M. y "Anticipos a Municipalidades" por \$128 M.

CUADRO N° 18

EVOLUCION DE LA DEUDA

Años	C o n s o l i d a d a						Rubros representativos del Balance del Tesoro						Total General	% No consolidado s/total
	I n t e r n a						Ex-terna	Corto plazo Letras Tesorería	Plazo medio Bonos del Tesoro	Ban-caria	Exigib.	Total Deuda Flo-tante		
	C.A.I.	Oblig. Prev. Soc.	Bono Cons. Tesoro	Bono Perp. Caja Civ.	Tít. Nac. Ah.	Total								
1949	5.530.6	6.982.8	382.9	10.0	35.0	12.941.3	51.5	855.9	641.0	514.4	526.2	2.537.5	15.530.3	16.3
1950	5.459.9	10.075.4	381.4	10.0	31.4	15.958.1	38.5	1.094.3	596.9	512.2	477.1	2.680.5	18.677.1	14.4
1951	4.990.8	14.018.4	379.8	10.0	28.0	19.427.0	25.8	1.306.8	539.1	506.7	1.028.0	3.380.6	22.833.4	14.8
1952	5.273.3	18.476.6	378.2	10.0	25.0	24.163.1	12.1	1.600.7	805.0	497.2	1.800.6	4.703.5	28.878.7	16.3

FUENTE: Boletines Estadísticos del B.C.R.A.

El incremento neto de la Deuda Pública Interna fue de \$11.222 M. entre 1949 y 1952, respondiendo fundamentalmente a las inyecciones de "Obligaciones de Previsión Social 4%", derivadas al sistema de Previsión Social.

En cuanto a la Deuda Flotante, esta crece en \$2.266 M. de acuerdo al rigor numérico de las cifras; pero, la activación en el Balance del Tesoro del rubro "Deudores Varios", el cual como sabemos incluye a "Deudores por anticipos" (Ministerios, Reparticiones y Provincias) al cierre de 1952 ahora representa \$7.392 M. ¿sucedería si esos préstamos en realidad configuraran verdaderas inmovilizaciones no reintegrables?. El tiempo daría la respuesta.

CUADRO N° 19

EVOLUCION DE LA DEUDA

Años	Consolidada						Ex ter na	No consolidada					Total Gral.	% N° Consol. s/total gral.
	I n t e r n a							Plazo medio Bonos Tesor.	Plazo corto Letras de Tesor.	Banca ria	Exigi ble	Total		
	G.A.I.	Oblig. Prev. Social	Bonos Cons. Tes.	Bono Per- petuo	Tít. Nac. Ah.	Total								
1952	5.273.3	18.476.6	378.2	10.0	25.0	24.163.1	12.1	1.600.7	805.0	497.2	1.800.6	4.703.5	28.878.7	16.3
1953	7.237.5	24.203.7	376.6	10.0	23.1	31.850.9	-	1.967.2	820.8	486.5	2.815.7	6.090.2	37.941.1	19.1
1954	8.726.8	30.316.5	374.9	10.0	21.7	39.449.9	-	1.948.7	974.4	474.8	4.406.7	7.804.6	47.254.5	19.7
1955	10.222.8	36.422.1	373.1	10.0	-	47.028.0	-	1.472.2	867.9	1.368.9	6.839.3	10.548.3	57.576.3	22.4

FUENTE: Memorias de la Contaduría General de la Nación, Boletines Estadísticos del Banco Central.

La Deuda Interna casi se duplica entre 1952 y 1955. El grueso de las emisiones corresponde a las obligaciones de previsión social y en el período ilustrado por el Cuadro N° 19 se nota que su peso porcentual con relación al total de la deuda interna oscila en alrededor del 75%. Los intereses se elevan en 1954, para las nuevas emisiones, al 5% a fin de compensar los beneficios suplementarios emergentes de la ley 13.478, suprimidos en la nueva ley 14.370 (Artículo 10°).

En cuanto a la Deuda Externa su último saldo de \$12,1 M., correspondiente al Convenio Roca 1933 - 4%, se cancela totalmente en 1954.

La Deuda Flotante en 1955 crece en 120% con relación a 1952 representando más de un 22% de la Deuda Total.

El rubro activo "Deudores Varios" del Balance del Tesoro pasa de \$5.168.4 M. en 1951 a \$11.492 M. en 1954, representando los "Deudores por anticipos" a que nos refiriéramos al comentar el período anterior \$8.827.4 M. A consecuencia de lo entonces manifestado se resuelve en 1955 eliminar del activo del Balance del Tesoro \$7.763 M. anticipados para cubrir los déficit de explotación de las empresas nacionales de transportes que al tener carácter de incobrables aumentaban artificialmente el mencionado activo y reducían correlativamente la deuda nacional exigible.

La Deuda Pública total comparada con el Producto Bruto Interno ascendía al cierre de 1955 a:

$$\frac{\text{D.P.}}{\text{P.B.I.}} = \frac{57.576.3}{139.310} = 41,3\%$$

CAPITULO V

CORRECCION (1956.....)

El objetivo número 8 del "Plan de Restablecimiento Económico", elevado por el Asesor Económico Financiero del Presidente del Gobierno Provisional, Raúl Prebisch establecía:

"Con moneda sana, mayor producción y más alto ingreso por habitante, habrá mejores posibilidades de ahorro nacional y con el crecimiento del ahorro conseguiremos un doble objetivo; por un lado, recuperar aquel magnífico instrumento que era la cédula hipotecaria y dar así fuerte impulso a la vivienda popular, sin perjuicio de otras medidas inmediatas; y, por otro lado, ese mayor ahorro nacional, unido al mejoramiento del balance de pagos, nos permitirá comprar en el exterior los bienes de capital que no es dable todavía fabricar en el país y que ahora no se pueden importar por falta de divisas. Cuanto más ahorremos y cuanto más mejore el balance de pagos, tanto menor será nuestra necesidad de empréstitos e inversiones extranjeras".

consignaba además el mismo documento en su Capítulo X sobre "Política de estabilidad monetaria", el logro del:

"Restablecimiento del crédito público interno a medida que se avance en el saneamiento monetario:

" a) Restablecimiento de la cédula hipotecaria argentina sobre bases financieras sanas, especialmente para la vivienda popular, urbana y rural, y para las inversiones productivas en el campo."

" b) Colocación en el público de empréstitos para financiar las inversiones del Estado."

La iniciación de esta etapa de saneamiento del mercado llevaba consigo el propósito de reconstruirlo; pero, sin duda esa tarea implicaba la modificación del "status económico" que lo destruyera en 1946.

Tal meta representaba un gran esfuerzo; y, la transformación de las estructuras existentes, al impulso de los factores políticos que se le agregaron, impidieron la definida consecución de los objetivos propuestos; de ahí que en esta cuarta etapa se confundan los intentos de reconstrucción del mercado con la complementaria sanción de otras medidas que en realidad conspiraron contra dicha finalidad.

Al sancionarse de hecho, como se vio en 1946, la anulación del mercado de títulos auténtico se recurrió a otros sectores de colocación mediante variados procedimientos que determinaron efectos no excluyentes entre sí.

En 1946 se produjo como se señaló la quiebra del sistema de previsión con motivo de la doble apropiación del poder adquisitivo de las cajas; por un lado mediante la absorción directa de los fondos que les pertenecían y por el otro con la posterior utilización de esos mismos fondos masivamente en gastos inflacionarios del Estado.

El procedimiento financiero mencionado se alternó y superpuso en el tiempo con el de la colocación de la deuda en bancos y reparticiones oficiales.

En 1957 se recurrió a la monetización directa en el Banco Central de la deuda en virtud de las facultades otorgadas por el Artículo 49° de su Carta Orgánica y luego, ya en fecha más reciente, se piensa en la absorción de los encajes mínimos dispuestos por la ley de bancos como instrumento para regular el crédito. Actualmente (en torno al cierre de 1966) sólo se había logrado estabilizar la participación de los valores públicos dentro del total bursátil transaccionado en los últimos 5 años, estacionando e

insinuando la posible transformación de su tendencia porcentual de creciente frente al total, pero corresponde señalar que esta conclusión debe valorarse y correlacionarse con el gran crecimiento que experimenta el crédito público no consolidado y la preferente utilización de las operaciones transitorias como recursos financieros del Tesoro.

A través del tiempo se nota una filtración de las emisiones hacia los instrumentos o instituciones monetarias creadas para otras finalidades específicas, configurando esto una distorsión funcional y en algunos casos la anulación del objetivo principal perseguido por la institución de origen.

A) Estructura del Mercado de Valores.

CUADRO N° 20

TRANSACCIONES BURSATILES

(en millones de v\$n.)

Años	Títulos Públicos ⁽¹⁾	Valores Hipotecarios	Total	Valores Privados	Total	% Valores Públicos s/total
1955	722,3	283.7	1.006.0	2.998.3	4.004.3	25.1
1956	590.5	186.8	777.3	1.971.4	2.748.7	28.2
1957	592.9	183.3	776.2	1.645.6	2.421.8	32.0
1958	939.9	77.4	1.017.3	3,514.8	4.532.1	22.4

⁽¹⁾ - Títulos nacionales, provinciales, municipales y bonos YPF.

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

En 1956, a meses de la Revolución Libertadora, la plaza al influjo de la coyuntura económica y atemperada en las transacciones como consecuencia de las expectativas políticas emergen

tes experimentó una fuerte contracción, que se prolongó luego en virtud de las medidas antiinflacionistas y la huelga bancaria hasta los primeros meses de 1958. Donde se vislumbró especialmente esta caída fue en los valores privados, ya que las colocaciones de valores públicos, en cambio, tendieron a aumentar ligeramente su influencia porcentual relativa respecto del total operado. Ello fue consecuencia del lanzamiento de los Bonos del Plan de Reactivación Y.P.F. de un interés fijo del 6% y otro adicional progresivo y valor de rescate ajustado al promedio de salarios hombre-día pagados por el emisor. Pero, debido al éxito logrado en la colocación de estos Bonos "muchos poseedores de otros títulos públicos (compañías de seguros, de capitalización y particulares) liquidaron sus tenencias con el objeto de orientarse hacia los nuevos papeles" ('). En consecuencia el Banco Central actuando en función reguladora debió comprar en mayor volumen títulos del C.A.I.

Igualmente se suspendió la emisión de Bonos del Tesoro 2 1/2 %, resolviéndose la colocación de otros similares que redituarian un 5% a 4 y 5 años de plazo y destinados en parte a atender las reinversiones de los bancos y compañías de seguros a quienes les vencieran los anteriores Bonos del 2 1/2%; esta tentativa se orientaba a la colocación de un papel de plazo intermedio para satisfacer también cierta demanda existente, se decía, en otros sectores distintos a los mencionados.

El Bono Hipotecario del Banco Central 2 1/2% 1966 que como ya dijéramos era reembolsable a la par más sus intereses contó con exceso de oferta como consecuencia de las necesarias liquidaciones para pago de salarios, retroactividades, aguinaldo, etc. A fines de 1957, a raíz de la reestructuración bancaria se suspendió su colocación. Recogiendo las ideas del Plan de Restablecimiento Económico, "los decretos-leyes sobre normalización y

(') - Memoria del B.C.R.A., año 1957, pág. 146.

saneamiento del sistema bancario, previeron además importantes medidas relacionadas con el mercado de valores mobiliarios encaminadas a sustituir por ahorro genuino la financiación inflacionaria de algunas actividades de fomento a cargo del Estado, de manera de eliminar de nuestra organización económico-financiera ese factor de distorsión" (1).

A ese fin tendieron la incorporación de disposiciones normativas orientadas a emitir la Cédula Hipotecaria y, también, obligaciones industriales, destinadas a obtener fondos para atender operaciones de fomento del Banco Industrial. Igualmente la nueva Carta Orgánica del Banco Central (Decreto-Ley 13.126/57) incluyó prescripciones que le permitirán una mayor intervención reguladora en el mercado de títulos públicos, ampliando los recursos usables. Se autorizó al Banco Central a tener en su cartera valores públicos cuyo monto no excediera del 10% del total de los depósitos existentes en el conjunto de los bancos. Claro que resultaba evidente la escasez de recursos líquidos en los inversores, de ahí que más adelante el Banco Central señalara a través de su memoria "Asimismo a juicio de este Banco se hace necesario, "previamente a cualquier emisión, disponer la modificación de las "características de esos papeles, por cuanto su rendimiento es hoy "muy inferior al que se obtiene en otras colocaciones. Ello agravado a la inestabilidad monetaria, que hace ilusorio cualquier "cálculo de rendimiento futuro, ha determinado la contracción registrada en el mercado de títulos públicos".

"No cabe duda que la total recuperación del crédito público será un proceso largo y difícil; además de rodear a "los valores de atractivos acordes con los que ofrecen otros sectores, supone estabilidad de la moneda y la creación de mayores "disponibilidades de capitales por incrementación del ahorro, factor este último que, a su vez, se halla supeditado en buena medida a una elevación efectiva del ingreso nacional" (2).

(1) - Memoria del B.C.R.A., año 1957, pág. 145.

(2) - Memoria del B.C.R.A., año 1957, pág. 146.

CUADRO N° 21

TRANSACCIONES BURSATILES

Años	Valores Públicos Nacionales								Provinciales	Municipales	Total Valores Públicos	Valores Privados	Total General	% de Valores Públicos/Total
	Bonos Hipot. BCRA.	Bonos YPF.	C.A.I. 3%	C.A.I. 8%	Cédulas Hipotec. Arg.	Oblig. de Tesorería	Bonos de Consolid. de Deudas	Otros						
1958	59.0	117.9	316.9	-	-	-	-	200.7	222.2	59.0	975.7	3.469.8	4.445.5	21.9
1959	35.6	109.3	303.9	-	-	-	-	45.9	107.1	101.3	703.1	5.248.5	5.951.6	11.8
1960	9.4	114.4	137.5	386.4	-	932.0	-	168.9	113.8	10.3	1.872.7	12.179.5	14.052.2	13.3
1961	0.1	120.2	14.2	710.6	485.0	655.1	-	106.2	10.1	1.7	2.103.2	13.325.5	15.428.7	13.6
1962	-	174.4	1.0	831.1	257.3	25.8	-	75.1	3.6	-	1.368.3	12.949.6	14.317.9	9.6

FUENTE: Boletines Estadísticos del B.C.R.A.

A partir de 1958 el incremento de las operaciones retorna al sector privado experimentando las transacciones en valores públicos e hipotecarios importantes disminuciones representando sólo el 11,8% del mercado bursátil en 1959.

La actividad del mercado bursátil casi se triplicó entre 1959 y 1960 y la mayor actividad también se contagió a los valores públicos. Contribuyendo a ello la mayor liquidez privada, la abundancia de recursos debida a la expansión bancaria y los ingresos de cambio extranjero.

Las intenciones en cuanto a la necesidad de proce - der a la reconstrucción del mercado auténtico de valores públicos tomaron impulso por vía de las emisiones realistas (Bonos Y.P.F.) señaladas en el comentario que ilustrara al Cuadro N° 20.

En 1959 (Cuadro N° 21) se nota una caída de la participación relativa de los papeles públicos dentro del total tran saccionado en la Bolsa, caída que es coincidente con el impacto inflacionario que caracterizara a ese año.

Posteriormente en 1960 se ofrecieron títulos de C.A.I. del 8% y amortización acumulativa de 6,7% anual y plazo de 10 años, brindándose a los suscriptores la posibilidad de pagar los nuevos títulos con valores de emisiones nacionales, provinciales y municipales de bajo interés, evaluados según precios aproximados a los de plaza más los intereses corridos correspondientes. El alcance de esta cuasi-conversión se circunscribió a los bancos particulares, compañías de seguros y capitalización y público en general.

Hacia fin de año reaparecen las Cédulas Hipotecarias. En ese año los valores públicos pasan del 11.8% al 13.3%, partici pación que se mantiene a lo largo de 1961. Sin embargo, la exis - tencia de un mercado extrabancario con altos tipos de interés introducía una competencia difícil de vencer y en 1962 el monto por centual de los valores públicos negociados respecto del total cae nuevamente al 9.6%.

CUADRO N° 22

TRANSACCIONES BURSATILES

Años	Valores Públicos Nacionales								Val. Públ. Prov.	Val. Públ. Munic.	Total	Valores Privados	Total General	% de Valores Públicos/Total
	Bonos Hipot. BCRA.	Bonos YPF.	C.A.L.	Céd. Hip.	Oblig. Tesorería	Bonos Consol. de Deudas	Emprés. 9 de Julio	Otros						
1963	-	45.7	480.4	106.7	-	2.118.7	2.193.1	-	1.7	-	4.964.5	25.298.5	30.245.0	16.0
1964	-	31.6	141.5	66.8	-	489.4	2.564.6	402.7	1.2	-	3.697.8	26.541.4	30.239.2	12.0
1965	-	137.0	215.0	54.1	-	313.1	2.775.9	20.0	0.3	-	3.515.4	15.100.6	18.616.0	19.0
1966	-	169.2	571.9	82.3	-	176.5	1.898.2	6.0	0.2	-	2.848.9	12.143.2	15.207.8	18.7

FUENTE: Boletines Estadísticos del B.C.R.A.

La comparación entre los Cuadros Nros. 21 y 22 indica que en 1963 se duplicó la actividad en los papeles privados, señalase que el mayor movimiento se localizó en julio y agosto, luego de las elecciones generales, como consecuencia de la transferencia de capitales del mercado de cambios a la bolsa y las expectativas "a priori" optimistas que en un primer momento resultaron atribuibles a este acto. En los papeles públicos el volumen se multiplicó por 3,7 veces debido al vuelco de los títulos del empréstito en el recinto bursátil y una mayor actividad general.

El Cuadro N° 22, obliga también a considerar por primera vez al mercado de valores privados con un énfasis que no se le otorgara aún en el curso de este trabajo, es que a esta altura la estabilizada tendencia descendente de ese mercado produciría un efecto endógeno que hasta ciertos límites implicaría una ligera tonificación de los papeles públicos o privados de renta fija a costa de las caídas en las cotizaciones de los papeles de renta variable.

El sector de valores privados mantuvo en 1964 un panorama parecido al de 1963, si bien los precios oscilaron en el 2do. trimestre con predominio de oferta, a raíz de las medidas de fuerza obreras y de la modificación del régimen de cambios. Más tarde predomina la demanda con motivo de una mejor posición de las empresas y a fines de 1964 surge una evidente presión vendedora con motivo del enfoque impositivo legal para las sociedades anónimas. En la ampliación de la demanda tuvieron influencia, a veces, las compras efectuadas por el Banco Industrial y la Caja de Ahorro para sus cuentas valores inmobiliarios. En 1965 el cuadro se troca evidentemente negativo y el volumen operado cae 42,6%, aliviando nuevamente la acción de esas instituciones la atonía bursátil.

"El desinterés puesto de manifiesto por los inversores en las operaciones bursátiles reconoce, como factor principal, la atracción ejercida por otras inversiones de mayor ren"

"dimiento, tales como la financiación de compras de bienes de con"
 "sumo duradero, descuento de documentos y préstamos con garantía "
 "real. Asimismo, la evolución negativa de las cotizaciones generó"
 "nuevos motivos de alejamiento del capital disponible para la in-"
 "versión bursátil, ya que, al persistir la contracción de la de-"
 "manda se produjo una reducción en el grado de liquidez del merca"
 "do que ocasionó variaciones bruscas en los precios" (').

En cuanto a los valores públicos, si bien estos si-
 guieron la tendencia general; resulta destacable señalar que a par-
 tir de 1965 se intensifican los volúmenes operados en éstos. Se no-
 ta entonces una mayor actividad en los Bonos de Y.P.F., en los tí-
 tulos del Empréstito 9 de julio, e inclusive en los papeles del
U.A.I.

CUADRO N° 23

ABSORCION NETA Y DESTINO DE LOS
VALORES PUBLICOS E HIPOTECARIOS

(Valores efectivos en millones de m\$n.)

Años	Absorción Neta				Total	Destino		
	Pú- blico	Repart. Ofic.	Bancos	Cajas		Prov.y Munic.	Bancos Hipot.	Tesoro
1955	281	238	878	5.982	<u>7.379</u>	259	118	7.002
1956	-362	122	1.220	7.125	<u>8.105</u>	161	-239	8.183
1957	-433	-110	884	7.001	<u>7.342</u>	167	-125	7.300
1958	-654	183	15.608	4.727	<u>19.865</u>	-160	-188	20.216

FUENTE: Memorias del B.C.R.A.

Con posterioridad a 1955, según Cuadro N° 23 y con-
 cordando con las intenciones de reordenamiento comentadas, las re-
 particiones oficiales acusaron una desabsorción importante y los
 bancos intensificaron significativamente su incidencia tomadora mien-
 tras las cajas la disminuyeron. El C.A.I. como ya se dijo se orien-

(')-Memoria del Banco Central, año 1965, pág. 37.

tó especialmente al Banco Central (Artículo 49). Esta modificación de los sectores de colocación implicó el reconocimiento de la necesidad de interrumpir la apropiación de los fondos destinados a las cajas de previsión. El sector público continuó caracterizándose por fuertes desabsorciones.

CUADRO N° 24

CIRCULACION NETA POR SECTORES DE INVERSION

(en millones de v\$n.)

Años	Total	Cajas Nacion. Prev. Social	Repart. Nacion.	B.C.	Otros Bancos Oficial.	Ecos. Part.	Cías. Segur. y Cap.	Otros Invers.
1958	91.588.7	55.738.7	1.569.2	21.143.2	9.145.9	2.988.2	417.5	586.0
1959	98.575.1	59.578.1	2.768.6	21.962.3	10.841.1	2.411.8	489.4	523.8
1960	111.075.8	69.913.5	5.159.9	22.291.4	11.206.2	3.433.7	814.8	2.256.3

FUENTE: Boletines Estadísticos del B.C.R.A.

La absorción de las emisiones por el Banco Central (obtenible ahora por visualización de la diferencia entre las circulaciones por sectores) fue prácticamente nula en el período que recoge el Cuadro N° 24 debido fundamentalmente a la suspensión de las inversiones que venía realizando ese Banco en valores del CAI, de acuerdo al Artículo 49° de su Carta Orgánica. Las colocaciones se reencaminaron a las cajas de previsión y reparticiones oficiales.

Las letras de tesorería colocadas en reparticiones oficiales y el público, mejoradas en su interés, tuvieron mayor aceptación y por las razones apuntadas al comentar las transacciones bursátiles (Cuadro N° 21), en el año 1960 mejora la participación del público en la aceptación de los valores públicos.

CUADRO N° 25

CIRCULACION NETA POR SECTORES DE INVERSION DE LOS VALORES PUBLICOS E HIPOTECARIOS

Años	Total	Cajas Na cionales Prev.Soc.	Repart. Nacionales	B.C.	Otros Bancos Oficiales	Bancos Particu lares	Cías. Seguro y Cap.	Otros Invers.
1960	111.075.8	65.913.5	5.159.9	22.291.4	11.206.2	3.433.7	814.8	2.256.3
1961	129.885.2	80.242.4	7.996.3	21.920.5	13.000.7	3.891.0	1.090.6	1.743.7
1962	162.197.5	86.683.5	9.405.7	34.908.7	11.482.8	4.120.7	1.557.1	14.039.0
1963	184.901.1	94.234.8	6.690.0	41.617.6	19.122.0	9.259.9	1.941.5	12.035.3

FUENTE: Boletines Estadísticos del B.C.R.A.

De acuerdo al Cuadro N° 25 el Banco Central recuperó su ritmo tomador entre 1961 y 1963, recurriéndose, también, para igual finalidad y con mayor entusiasmo a los bancos oficiales en 1963. El grupo de "otros inversores" experimentó en 1962 un fuerte incremento a raíz de las distintas colocaciones, algunas de ellas forzosas, provocadas por la suscripción del Empréstito 9 de julio.

En el año 1963 se presentaron variaciones importantes. El aumento de la circulación se canalizó al sector bancario, mientras las Cajas de Previsión mantuvieron su ritmo de crecimiento.

CUADRO N° 26

CIRCULACION NETA POR SECTORES DE INVERSION DE LOS VALORES PUBLICOS E HIPOTECARIOS

(En millones de v\$.)

Años	Total	Cajas Nac.Prev. Social	Repart. Nacion.	B.C.	Otros Bancos Ofic.	Bancos Part.	Cías. Seg. y Cap.	Otros Inver.
1963	184.901.1	94.234.8	6.690.0	41.617.6	19.122.0	9.259.9	1.941.5	12.035.3
1964	291.643.5	92.298.6	7.734.1	119.208.9	28.673.9	24.843.8	2.240.0	9.644.2
1965	313.854.3	100.757.8	7.858.0	140.501.1	27.871.7	26.273.4	2.583.9	8.008.4
1966	409.075.3	104.390.1	5.367.0	231.936.5	28.176.8	29.742.5	2.623.9	6.838.5

Al llegar al Cuadro N° 26, que se cierra en el año límite considerado por este trabajo, continúa definiéndose la política de financiación señalada al comentar el año 1963 en el capítulo anterior, a saber:

- 1) Contención de las colocaciones en las cajas de previsión.
- 2) Incremento de los valores públicos tomados por el Banco Central.
- 3) Tendencia al aumento de las colocaciones bancarias en bancos particulares.
- 4) Caída de la participación de "otros inversores" medida en valores nominales.

B) Deuda Pública.

CUADRO N° 27

DEUDA PUBLICA CONSOLIDADA

Años	C o n s o l i d a d a								Ex ter na
	I n t e r n a								
	C.A.I.	Oblig. Prev. Social	Bono Cons Tes.	Bono Per- pet.	Tít. Nac. Ah.	Bonos Cons. p/Inv. Banc.	Plan de Inv. y Ca- pit.	Total	
1955	10.222.8	36.422.1	373.1	10.0	-	-	-	47.028.0	-
1956	11.972.7	43.787.7	371.3	10.0	-	-	-	58.132.4	-
1957	13.411.8	50.959.5	369.4	10.0	-	-	-	65.926.8	-
1958	24.143.2	55.628.7	367.5	10.0	250.0	4.073.9	4.397.1	91.588.7	-

FUENTE: Boletines Estadísticos del B.C.R.A.

La Deuda Interna a partir de 1955 se bien mantiene al ritmo creciente adopta una nueva fisonomía. Disminuye en ella la influencia relativa de las "Obligaciones de Previsión Social" y crecen a partir de 1957 con mayor énfasis las emisiones del C.A.I. tomados en elevada cantidad por el Banco Central en virtud del artículo 49° de su nueva Carta Orgánica que lo autorizó hasta tanto se restableciera el mercado de títulos públicos a mantener en su cartera valores públicos, cuyo monto no exceda del 10% del total de los depósitos existentes en el conjunto de los Bancos (excluidos los bonos y títulos de saneamiento recibidos en 1957 y los provenientes del Fondo de Regulación). La liberación dispuesta mediante la integral apertura de este sector de colocación de la deuda debía manejarse con suma prudencia; pues, su aplicación implicaba una llana monetización de la deuda.

Aparecen en 1958 títulos de nuevas características:

El Título Nacional de Ahorro 8% de 0.125% de amortización anual acumulativa, destinado exclusivamente a ser absorbido por la Caja Nacional de Ahorro Postal (Decreto 5989/58), como etapa previa a las posibilidades que en el futuro pueda ofrecer el mercado de valores públicos genuinos para colocaciones directas y sujeta a las disposiciones necesarias para la realización de estos valores en los casos en que la Caja de Ahorro necesitara proceder a su realización.

Plan de Inversión y Capitalización. Estos títulos fueron emitidos en 1958 para ser colocados exclusivamente en organismos del Estado. Los títulos devengarían un 8% de interés y su amortización sería del 0.125% anual acumulativa, estando el servicio total a cargo de los organismos que utilizaran los recursos provenientes de su colocación.

CUADRO N° 28

DEUDA INTERNA Y EXTERNA A LARGO PLAZO

(en millones de v.n.)

Años	Bonos Cons. Tes. Nac.	C/A.I. 3%	C.A.I. 8%	Bono Repres. 3%	Oblig. Prev. Soc. 4%	Oblig. Prev. Soc. 5%	Caja Civil 6%	Emprést. Recup. Nac. 7%	Plan de Invers. y Capit.	Tit. Nac. Ah.	Total	Deuda Externa (¹)	Total
1959	365.6	24.898.0	-	-	29.177.9	26.066.8	10.0	-	9.406.3	249.6	90.174.2	-	90.174.2
1960	363.5	23.731.5	2.791.8	-	28.933.3	25.953.0	10.0	-	16.416.2	249.3	98.448.6	-	98.448.6
1961	361.4	174.8	10.599.9	15.238.0	28.531.0	25.834.1	10.0	-	29.536.3	248.9	110.534.4	48.265.0	158.799.4
1962	359.3	173.2	10.465.4	15.097.1	28.017.6	25.707.9	10.0	12.522.0	38.466.0	248.5	131.067.0	48.860.0	179.927.0
1963	357.1	171.5	10.217.5	14.951.9	27.270.0	24.890.7	10.0	11.296.9	44.459.3	248.1	133.855.0	48.685.0	182.540.0
1964	354.8	169.7	9.226.0	14.802.4	22.648.7	24.844.1	10.0	10.167.7	49.812.1	247.6	132.283.1	55.125.0	187.408.1
1965	352.4	168.0	8.126.8	14.648.4	22.520.1	24.774.2	10.0	9.262.4	55.648.3	247.1	135.757.7	57.680.0	193.437.7
1966	350.0	109.4	16.725.2	14.489.7	20.700.1	24.670.5	10.0	8.181.6	62.967.5	246.6	138.450.6	56.035.0	194.485.6

(¹) - Convertido a \$ 350 = 1 u\$s., incluye corto y largo plazo.

FUENTE: Boletines Estadísticos del B.C.R.A.

El Cuadro N° 28, concordando con lo señalado al comentar las absorciones de igual período, nos muestra que en 1961 se produce un excedente de las inversiones sobre los ahorros el cual debe financiarse con un endeudamiento neto hacia el sistema bancario y el sector externo, esto influyó en las cotizaciones bursátiles induciendo desde marzo una tendencia descendente que continuó en los meses siguientes.

La nueva Cédula Hipotecaria comenzó a cotizarse en enero de 1961. Desde 1946 el crédito hipotecario se había basado en redescuentos del Banco Central y éste, además, se había reducido drásticamente con motivo del Plan de Estabilización de 1959. Era pues impostergable, atento a las necesidades de vivienda, establecer un mercado de valores hipotecarios. Las nuevas cédulas con un interés del 8% y un plazo de 10 años, fueron ofrecidas al 92% de su valor nominal, ascendiendo el monto suscripto a \$1.011,9 M.

El período reflejado por el Cuadro N° 28, medido a través del incremento de la deuda en circulación, señala que los factores de expansión operaron fundamentalmente en el Plan de Inversiones y Capitalización con emisiones importantes en todos los años, creadas, como se sabe, para atender inversiones de organismos del Estado.

En 1961 el Gobierno prosiguiendo con el ajuste de los intereses a niveles más realistas canjeó los títulos del C.A.I. 3% en poder de las Reparticiones Oficiales y el de los títulos y valores provinciales y municipales en poder del Fondo de Regulación del Banco Central, por nuevos, papeles del C.A.I. 8%. Se canjearon también los títulos de C.A.I. 3% en cartera del Banco Central por un Bono representativo de igual tasa y valor nominal \$15.238,0 M.

El mismo año recoge el resultado de la reiniciación, durante 1960, de la colocación de títulos de la deuda pública en el mercado europeo: El "Empréstito Externo de la República Argentina 6 1/2%", amortizable en 7 cuotas anuales a partir de 1967. Se colo

caron u\$s. 23.1. M. En Europa Occidental a través de un consorcio de bancos; posteriormente se colocaron u\$s. 114.8 M. más en la Société d'Electricité de Luxemburgo en pago de acciones de Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires, recatadas por el Gobierno.

En 1962, el Empréstito de Recuperación Nacional 9 de Julio emitido y cotizabile en Bolsa a partir de 1963, configura un intento de búsqueda del ahorro genuino reconociendo la realidad de la desvalorización monetaria en función de una cláusula de ajuste oro, reditúa el 7% y tiene una amortización anual acumulativa del 7%, lo que equivale a 10 años de plazo total. No obtuvo apoyo popular y se convirtió en un ahorro forzado al ser derivado a los pagos del personal de la administración pública y jubilados en una proporción cercana al 68% del monto emitido. A fines de 1965 la circulación ascendió a \$11.205.2 M.

En 1964 se elevó el tope del artículo 49 de la Carta Orgánica del Banco Central al 25% y más tarde al 35%, quedando en definitiva fijada en este elevado nivel la autorización transitoria para adquirir títulos públicos por el Banco Central, hasta tanto se restableciera el mercado.

La externa se incrementó un 126.7% en 1965 con motivo, principalmente, de la emisión de los "Bonos Externos 1965". Estos son títulos al portador no negociables en Bolsa, estando su salida del país autorizada, se colocan a la par y devengan 5% de interés en dólares siendo amortizables en 12 cuotas trimestrales. El capital y la renta están exentos de todo gravamen impositivo presente o futuro.

Al cierre del 31 de diciembre de 1966 la circulación neta de la deuda pública federal ascendía a v\$n. 185 mil M., así discriminados de acuerdo a la tasa de interés de los títulos:

	v\$n.	%
<u>Deuda Consolidada Interna.</u>		
3 % C.A.I., Bono Reptivo. Bonos Consolidados Tes.Nacional ..)	15.047,8	8,0
4 % Obligaciones Previsión Social	27.690,7	15,0
5 % Obligaciones Previsión Social	25.136,7	13,6
6 % Bono Perpetuo Caja Jubil.Ley 4349..	10,0	-
7 % Empréstito Recuper.Nacional 9 de julio	9.854,6	5,3
8 % C.A.I.,.....) Título Nac. Ahorro) Plan Invers. y Capit.)	71.031,4	38,4
10 % Bonos Consol. Deudas	2.130,0	1,2
	150.901,2	74,5
<u>Deuda Consolidada Externa (')</u>		
6 1/2 % Empr. Externo 1961	11.606,1	-
5 % Bonos Externos	19.287,0	-
7 1/2 % Certificados en liras	2.207,1	-
8 % Certificados en liras	1.081,6	-
	34.181,8	18,5
Total General:	185.083,0	100

(') - No registrada aquí al cambio de \$350 sino al convencional establecido por la Secretaría de Hacienda.

FUENTE: Estados de la Secretaría de Hacienda.

De la comparación entre Deuda Consolidada y la Flo - tante (Cuadro N° 29) resulta evidenciable una marcada tendencia al crecimiento porcentual de esta última, causada por la necesidad de atender los déficit del Tesoro cada vez con un mayor predominio de las "operaciones transitorias" y también por la acumulación de "gastos impagos" que de \$ 3.261,4 M en 1955 pasan a \$9.354,2 M. en 1958.

CUADRO N° 29

DEUDA NO CONSOLIDADA

Años	Rubros pasivos representativos del Balance del Tesoro						Deuda Flotante	Deuda Total (Consolid. y no Cons.)	% Deuda Flotante s/total
	Letras de Tesorería	Bonos del Tesoro	Dec. 3586/57	Ant.B.C. a. 27	Fdos.Ley 14.395 a. 22	Gastos impagos			
1955	867,9	1.452.2	—	—	—	3.261.4	4.455.8	51.483.8	8.6
1956	987.9	995.6	—	—	—	3.775.3	7.577.2	65.709.6	11.5
1957	752.8	467.0	—	—	—	2.071.0	8.099.0	74.025.8	10.9
1958	1.252.2	817.3	2.200	4.082.1	5.225.6	9.354.2	24.588.3	116.177.0	21.1

FUENTE: Balances del Tesoro Nacional

CUADRO Nº 30

DEUDA INTERNA INTERMEDIA Y DE CORTO PLAZO

(en millones de v.n.)

Años	Deuda Externa (2)	Bonos Tesoro 5%	Bonos Tesoro 8,5%	Bonos Tesoro 9,5%	Bonos Consol. Deudas 10%	Letras Tesorería	Oblig. Tesorería	Bonos del 2,5% Fondo Recaud. Deud. Imp.	Bonos Nac. Inv. Bancar. 8%	Bonos Nac. Inv. Bancar. 10%	Bonos Nac. Inv. Bancar. (1)	Otros rubros pasivos del Balance del Tesoro				Deuda Flo-tante
												Antic. L. a. 33	Antic. L. a. 27	Certif. Cancel. Deuda	Antic. a Fndo.Unif. Gob.Nac.	
1959	-	943.0	-	-	-	2.457.9	-	-	-	-	5.000.0	-	3.318.8	-	-	56.346.4
1960	-	975.8	-	-	-	6.767.4	59.2	-	-	-	4.824.8	16.768.4	1.854.3	-	4.200.0	71.006.5
1961	1.470.0	984.0	1.150.0	990.3	-	11.278.5	123.2	-	-	-	4.824.8	14.803.2	4.427.8	-	5.200.0	76.969.9
1962	1.050.0	500.0	1.900.0	1.242.2	1.941.9	20.721.6	-	-	-	-	4.824.8	10.052.2	12.960.0	5.653.4	9.200.0	108.873.3
1963	595.0	-	1.900.0	1.350.0	4.941.8	30.121.7	-	3.397.9	-	6.391.9	4.824.8	15.492.3	31.657.9	4.638.3	17.650.0	154.705.6
1964	420.0	-	-	1.350.0	4.642.1	112.923.3	-	-	6.320.5	29.299.7	4.824.8	9.695.3	37.879.8	37.026.1	21.150.0	270.761.8
1965	32.900.0	-	-	1.350.0	3.995.3	129.489.8	-	-	38.436.7	-	4.824.8	8.826.2	63.858.8	52.095.2	47.518.1	317.109.3
1966	49.280.0	-	-	-	2.074.2	218.789.0	-	-	44.936.7	-	4.824.8	5.324.1	75.297.4	81.016.4	62.272.4	474.401.1

(1) - Clasificado a largo plazo en el Boletín Estadístico del B.C.R.A., pero incluido aquí como integrante del Balance del Tesoro.

(2) - Convertida a \$ 350 = 1 u.s.

FUENTE: Boletines Estadísticos del B.C.R.A. y Balances del Tesoro.

Integran la Deuda Flotante a partir de 1958 dos nuevas emisiones de papeles de plazo intermedio:

Los Bonos del Tesoro 5%. Emitidos con motivo del vencimiento de las anteriores series del 2 1/2% de interés, con un interés que duplica al anterior y a plazos que no exceden de 5 años.

Los Bonos Nacionales para Inversiones Bancarias. Fueron emitidos en 1958 en base a la autorización del Artículo 33 de la Ley 11672 que permitió, hasta tanto se concreten las operaciones de títulos a largo plazo para efectuar las inversiones patrimoniales y el plan de trabajos públicos, arbitrar los recursos necesarios con operaciones transitorias. Estos bonos devengan 2 1/2% de interés anual y serán íntegramente rescatados en 1968, no son negociables y se colocan exclusivamente en los bancos de acuerdo a lo autorizado por el Artículo 13 de la Ley de Bancos que posibilita la inversión parcial, por parte de las entidades bancarias, del efectivo mínimo legal establecido en el Artículo 12 de la mencionada ley en títulos o bonos que, al efecto, establezca el Banco Central.

La adopción del sistema de encajes bancarios como medio adecuado para el control crediticio, coincidente con la acertada eliminación del mal llamado redescuento de la reforma de 1946, implicaría luego un peligro que atentaría contra la desnaturalización del nuevo régimen. La dimensión de ella dependería del uso que se hiciera del Artículo 13 ya comentado. Este encaje medido a través de las casas bancarias que concurren a la Cámara Compensadora de Buenos Aires pasó del 20% básico más un 30% adicional en 1957 al 38% básico más un 30% adicional en 1964. Como sabemos el propósito del encaje en su origen fue asegurar a los bancos recursos frente a las demandas de sus clientes, luego se lo utilizó como medio de control de la liquidez, es decir, para reducir la capacidad crediticia de los bancos. Por consiguiente si se vuelcan fondos del efectivo mínimo en títulos del Gobierno se liberan fondos que debían esterilizarse, o sea, se monetizan los títulos emitidos.

La Deuda Flotante en 1959 se multiplica por 2,4 veces, los "gastos impagos" crecen en un 122% y los "acreedores varios" en un 210%.

Entre los recursos transitorios se destaca el uso del Artículo 33 de la Ley 11.672 por \$7.737,4 M. En consecuencia la Deuda Flotante pasa en 1959 a representar el 27,4% de la Deuda Total.

El rubro Deudores Varios del activo del Balance del Tesoro experimenta un incremento de 11.233,1 M. con motivo de la incorporación de servicios financieros impagos de diversas empresas del Estado por anticipos reintegrables (sin fecha de vencimiento), el aporte de las provincias para financiación de obras públicas y déficit de presupuesto y los aportes en concepto de anticipos efectuados a los FF.CC. y Agua y Energía Eléctrica de \$4.893 M. y 1.854 M. respectivamente.

En setiembre de 1959 se inicia un plan orientado a reconstruir el mercado de papeles a corto plazo, ofreciéndose \$70 M. de letras de tesorería que resultan cubiertos por propuestas equivalentes a \$147 M. Posteriormente y con el mismo propósito de reactivar el mercado a corto plazo se emiten Obligaciones de Tesorería, similares a las letras en cuanto a plazos y vencimientos pero asimilables a los títulos a largo plazo por su mecanismo de colocación, cotización en Bolsa y reembolso. Redituaban un 5% de interés y eran colocadas a 90 y 180 días.

En 1962 se atenuó el ritmo creciente de la capacidad de absorción de los sectores de colocación en uso, debido a la aplicación de fondos a la compra de divisas extranjeras y a los factores extra-económicos los cuales acentuaron más la tendencia declinante de los precios, iniciada en marzo de 1961. Ello obligó al Tesoro a arbitrar fondos por vías distintas, surgiendo entonces los Certificados de Cancelación de Deudas, los Bonos de Consolidación de Deudas 10% 1962 y el Empréstito de Recuperación Nacional 9 de julio.

Corresponde referirse suscintamente a las características de estos títulos:

Bonos de Consolidación de Deudas. Fue este un título especial emitido, de acuerdo a la autorización del Artículo 33 de la Ley 11.672, modificado por el Artículo 34 de la Ley 16.432, para cancelar las obligaciones del Estado con sus proveedores, redituaba un interés del 10% exento de réditos siendo amortizable a 5 años (15,64% de amortización anual acumulativa).

Documentos de Cancelación de Deudas. Teniendo en cuenta que los Bonos para Consolidación de Deudas a que nos referimos recientemente aportarían fondos en forma paulatina y siendo necesario arbitrar medios para disponer de fondos inmediatamente para cancelar las deudas del Estado con sus proveedores y contratistas se resolvió la creación de este nuevo instrumento -producto de la insuficiencia de los recursos del Tesoro-. La Tesorería pagaría con ellos a los acreedores, no debían intereses y eran transferibles por endoso respondiendo a tres variantes:

Los de Clase A: Eran nominativos y podían ser aplicados al pago de deudas bancarias, admitiendo hasta dos transferencias previas por endoso. En caso de no haber sido aplicados a deudas bancarias eran rescatables en efectivo en 12 cuotas mensuales por la Tesorería.

Los de Clase B: Nominativos, podían ser aplicados a la regularización de deudas bancarias o impositivas, en el primer caso sólo eran transferibles a bancos, en el segundo eran transferibles por endoso sin limitación. Los certificados B no aplicados resultaban rescatables en la misma forma que los certificados A.

Los de Clase C: Eran nominativos, transferibles por vía de endoso sin limitación y servían exclusivamente para el pago de obligaciones impositivas.

Posteriormente, en 1963, aparecen los Bonos del Fondo Recaudador de Deudas Impositivas, emitidos contra la documenta

ción de la deuda impositiva existente en los bancos con el objeto de allegar fondos al Tesoro, absorbiendo una proporción del efectivo mínimo básico de los bancos. A tal fin se emitió un bono de 2 1/2% de interés anual pagadero semestralmente al Banco Central, cuyo reembolso se atendió con los fondos provenientes de la cobranza de pagarés impositivos que fueron depositados en el Banco Central.

En ese año de 1963 el Banco Central elevó considerablemente sus adquisiciones de Letras de Tesorería y el resto del sistema bancario movilizó parte de su efectivo mínimo adquiriendo los nuevos papeles de corto plazo "Bonos Nacionales para Inversiones Bancarias 1963 - 10%" y "Bonos del Fondo Recaudador de Deudas Impositivas 2 1/2%" a los que se hizo referencia en el párrafo anterior.

La insinuada tendencia creciente de la Deuda Flotante con relación a la total a que se hiciera referencia al comentar el Cuadro N° 20 (período 1955-1958), cobró renovados bríos a partir de 1959 (año del gran impacto inflacionario) y siguió luego la tendencia que señala, mediante su asimilación al saldo acreedor del balance del tesoro, el Cuadro N° 31, siguiente.

CUADRO N° 31

RELACION ENTRE LA DEUDA FLOTANTE
Y LA DEUDA TOTAL (1)

Años	Deuda Total	Deuda Flotante (Saldo Balance del Tesoro)	% de Deuda Flotante s/Total
1959	146.520.6	56.346.4	38.4
1960	169.455.1	71.006.5	41.9
1961	235.769.3	76.969.9	32.6
1962	288.800.3	108.873.3	37.7
1963	337.245.6	154.705.6	45.8
1964	458.169.9	270.761.8	59.1
1965	510.547.0	317.109.3	62.1
1966	668.886.7	474.401.1	70.9

(1) - Se considera Deuda Flotante el saldo acreedor del Balance del Tesoro.

Constituyeron principales canales de ese crecimiento (Cuadro N° 30), el crecimiento de la Deuda Externa a corto plazo, el intento de restablecer el mercado de Letras de Tesorería interno (orientado fundamentalmente hacia los encajes bancarios), el ritmo geométrico de los Certificados de Cancelación de Deudas y la aplicación del artículo 27 de la Carta Orgánica del Banco Central que lo autoriza a efectuar adelantos transitorios a la Tesorería General de la Nación por un monto igual al 30% de los recursos en efectivo recaudados en los últimos 12 meses.

La Deuda Pública total comparada con el Producto Bruto Interno, ascendía al cierre de 1966 a:

$$\frac{\text{D.P.}}{\text{P.B.I.}} = \frac{668.886,7}{3.718.044,0} = 16\%$$

CONCLUSIONES

- 1) La deformación del mercado de títulos públicos fue consecuencia directa de un proceso irreversible en el tiempo que pauperizó al país, fundamentado en un constante incremento de la oferta monetaria, el crecimiento de la deuda pública y su mala administración para mantener un status demagógico mediante la redistribución desorganizada de los ingresos.
- 2) Con la deformación del mercado genuino de títulos públicos y su reducción a cifras insignificantes, la deuda pública dejó de ser un instrumento de política monetaria y de apoyo de la gestión económica para transformarse en un sistema para proveer fondos al Tesoro a través de sectores de colocación predeterminados.
- 3) En el lapso anterior a la desnaturalización del mercado de títulos públicos, la demanda monetaria especulativa fue pequeña y los empréstitos internos operaron en función del interés para inducir a los ahorristas marginales a prestarle al Tesoro.
- 4) El mantenimiento de la tasa de interés a niveles bajos -determinante de la política de crédito fácil- con el objeto de inducir la inversión que aumentara la producción (logro no obtenido) determino:
 - a) Un exceso de la oferta monetaria que presionó primero sobre el nivel de precios y luego sobre los intereses no oficiales.
 - b) Una caída del rendimiento de los papeles
 - c) Una política de sostén para los papeles públicos.
 - d) La aparición de mercados de dinero paralelos.
- 5) A partir de la época de destrucción del mercado de títulos públicos, el Banco Central en cumplimiento de su política de re

gulación sostuvo los títulos públicos; y, mientras tanto, la demanda monetaria especulativa muy elásticas venció el premio de la liquidez del público y los tenedores de títulos frente a esos niveles de la tasa de interés encontraron una oportunidad ideal para desprenderse de los papeles, lo cual explica las desabsorciones inmediatamente posteriores a 1946.

- 6) Al fijarse la indiscutible prioridad del crédito público como factor del gasto en 1946 sobre su posible función canalizadora del ahorro genuino, actuó dicho crédito siempre señalando una tendencia lineal creciente para el consumo o la inversión pública.
- 7) Señálase que si el proceso de deformación del mercado de títulos públicos argentino fue como dijimos consecuencia de las a continuación repetidas medidas operadas con motivo y posterioridad a la reforma bancaria de 1946:
 - a) Conversión de 1946.
 - b) Rescate de las cédulas hipotecarias.
 - c) Congelación de los intereses de los títulos públicos en un nivel irreal.
 - d) Canalización de los déficit presupuestarios hacia los distintos sectores de colocación de títulos.
 - e) Inflación y consecuente desvalorización monetaria.
 - f) Mejores niveles de rendimientos extra-bursátiles.

La corrección del proceso y la institucionalización del mercado debe obtenerse siguiendo un camino inverso al de su desnaturalización; correspondiendo primero definir a dicho mercado dentro de la coyuntura nacional a fin de determinar su conexión en el mercado del dinero; pues, el proceso de deformación ha sido consistente con diversas distorsiones aún existentes; ya que, la existencia del mercado de títulos públicos incluye por asociación la idea de la inversión sin riesgo en cuanto a la recuperación del capital de acuerdo a los términos inicialmente conveni

dos. Es una forma de canalizar tradicionalmente el ahorro en un medio de moneda estable. Pero cuando la moneda pierde esa característica para trocarse en un patrón variable, las premisas determinantes del vuelco del ahorro al mercado de valores públicos resultan afectadas y los inversores optan por orientar su exceso de liquidez o su ahorro hacia otros sectores que ofrecen perspectivas más dinámicas.

El camino a seguir dependerá entonces de:

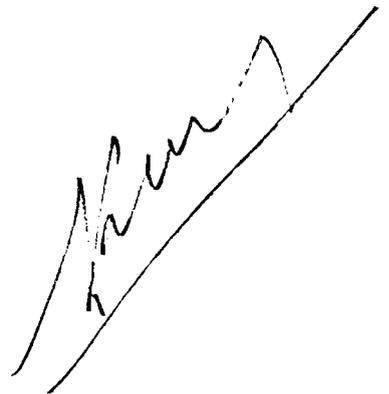
- a) Estabilización monetaria.
- b) Reencuentro natural de las distintas tasas del mercado de dinero.
- c) Canalización gradual de las necesidades del Tesoro a los ahorros genuinos atenuando la influencia ponderada de la colocación de papeles en los sectores bancarios u oficiales.
- d) Actualización del interés de los papeles orientados al ahorro genuino.

Se dá a sí término a este trabajo cuyo objeto de acuerdo a su título se centró en el enfoque del proceso histórico de deformación y deterioro del mercado de valores públicos y su transformación consecuente.

No cabría en él realizar un análisis de las teorías del endeudamiento si bien no podría tampoco haberse soslayado la evolución de la deuda dada su estrecha vinculación con los sectores de colocación que paso a paso fueron marginando al mercado privado como factor de absorción.

No se duda que la asociación entre el mercado de valores públicos auténtico o puro y las teorías fundamentales clásicas de la política de endeudamiento son más estrechas que la relación existente entre aquél y el punto de vista moderno expuesto por Keynes y sus seguidores.

El análisis efectuado, la curva de endeudamiento cre
ciente y sus variaciones intrínsecas a través de los años consider
rados, demuestra a la luz de los resultados obtenidos, -sin perju
cio de reconocer que el avance de la ciencia económica y las nuev
vas concepciones en materia de desarrollo, hubieran impuesto técnic
as operativas difíciles para la vigencia única de un mercado priv
ado de valores públicos privado-que el cambio pudo haberse dado
al ritmo que fijaran la evolución gradual de las instituciones fin
ancieras utilizando una metodología orgánica orientada a apoyar
el impulso económico básico, motor del crecimiento nacional y cim
miento de la capitalización interna; permitiendo la existencia par
alela de un mercado "no oficial" de bastante mayor ponderación
significativa dentro del conjunto. En lugar de ello, el resultado
de la política aplicada desde 1946 a 1957, destruyó el mercado de
valores públicos, se refugió falsamente en las nuevas teorías econ
ómicas y no supo lograr de las transformaciones los beneficios
que debían haberse desprendido de una administración eficaz y rac
cional de la deuda.

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'R. M. ...', written over a diagonal line that extends from the bottom left towards the top right.

BIBLIOGRAFIA

Publicaciones Oficiales.

Memorias del Banco Central de la República Argentina.
Memorias de la Contaduría General de la Nación.
Memorias del Departamento de Hacienda.
Memorias de la Secretaría de Hacienda.
Memorias de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
Boletines Estadísticos del Banco Central.

Publicaciones no Oficiales.

Economic Survey.
Techint
El Economista.
Publicaciones de O.E.C.E.I.
Revista Análisis.

Artículos de Revistas y Conferencias.

- "Origen y evolución del mercado de valores y la participación relativa de papeles públicos y privados". (Sabatino A. Fornio. Revista de Ciencias Económicas - Enero-junio 1965).
- "Análisis de la inflación en la República Argentina" (Marcelo Cañellas, Revista de Ciencias Económicas. Nov. 1959).
- "La Política Presupuestaria, la Deuda Pública y la Economía Nacional". (E. Blanco).
- "Examen crítico de la actual situación económica en el aspecto relacionado con la estabilidad monetaria y la producción." Carlos Moyano Llerena, Manuel San Miguel, Adalbert Krieger Vasena, Revista de Ciencias Económicas - Octubre 1961).
- "Aspectos de la vida económica y financiera de la Argentina". (G. no Miniati).

Obras consultadas.

- "Economía y Política Bancaria" - Marcelo G. Cañellas.
"Estudio sobre las Finanzas Argentinas". - D. Jaroch.
"Finanzas Comparadas" - Lanfenburger.
"Finanzas Públicas e Ingreso Nacional" - H. Somers.
"Análisis Económica de los Impuestos" - John F. Due.
"Principios de la Hacienda Pública" - O. Cosciani.
"The Theory of Public Finance" - R. Musgrave.
"Principios de la Ciencia de las Finanzas" - B. Giziotti.
"Finanzas Públicas" - Harold W. Groves.
"Inversiones" - D. F. Jordan y H. E. Dougall.
"Teoría Macroeconómica" (Gardner Ackley
"Macroeconomía" - Dernburg McDougall.
"Inflación y Estructura Económica" - O. Sunkel, G. Maynard,
D. Seers, J. G. Olivera.
"Desarrollo y Subdesarrollo" - Celso Furtado.
"La Nueva Filosofía de la Deuda Pública" - H. G. Moulton.
"La moneda y los ciclos económicos en la Argentina" - R. Pre-
bisch.
"La economía argentina" - Aldo Ferrer.

I N D I C E

	<u>Página</u>
CAPITULO I - PRE-ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES PUBLICOS (ANTES DE 1925)	1
Esquema mínimo de los "Estados" en que se refleja el movimiento de los títulos públicos	3
CAPITULO II - FORMACION (1925 - 1935)	4
A) Estructura del Mercado de Valores.	5
Cuadro N° 1 - Transacciones bursátiles	5
B) Deuda Pública	6
Cuadro N° 2 - Evolución de la deuda pública	6
CAPITULO III - CONSOLIDACION (1935 - 1942)	8
A) Estructura del Mercado de Valores.	8
Período 1935 - 1938	8
Cuadro N° 3 - Transacciones bursátiles	9
Período 1939 - 1942	11
Cuadro N° 4 - Transacciones Bolsa de Comercio de Buenos Aires	11
Cuadro N° 5 - Venta de Inmuebles .	14
B) Deuda Pública	16
Período 1935 - 1938	16
Cuadro N° 6 - Evolución de la deuda pública	16

	<u>Página</u>
Período 1939 - 1942	19
Cuadro N° 7 - Evolución de la Deuda Pública	19
Cuadro N° 8 - Absorción neta de valores públicos e hipotecarios = Destino de los Fondos tomados	24
 CAPITULO IV - DEFORMACION (1943 - 1955)	 26
 A) Estructura del Mercado de Valores .	 27
Cuadro N° 9 - Transacciones bursátiles	27
Cuadro N° 10 - Absorción neta de valores públicos e hipotecarios = Destino de los fondos tomados	29
Cuadro N° 11 - Transacciones bursátiles	33
Cuadro N° 12 - Transacciones bursátiles	34
Cuadro N° 13 - Transacciones bursátiles	35
Cuadro N° 14 - Absorción neta y destino de los valores nacionales del mercado	36
Cuadro N° 15 - Absorción neta y destino de los valores públicos e hipotecarios	38
 B) Deuda Pública	 40
Cuadro N° 16 - Evolución de la deuda	40
Cuadro N° 17 - Evolución de la deuda	42

