

Financiar el crecimiento de la empresa en Argentina. El caso de Alpargatas S.A. (1921-1950)

Financial strategies for the company growth in Argentina. The
Alpargatas S.A. case (1921-1950)

Lionel Barbagallo y Eduardo Martín
Universidad de Buenos Aires - CONICET

Resumen

En los últimos años se ha revitalizado dentro de los estudios de empresas el análisis de la situación contable, financiera y económica de las organizaciones. En particular, se han redescubierto como fuente tanto las actas de directorio como los balances. Al mismo tiempo la historia económica ha vuelto a observar el comportamiento de los mercados de valores, tanto de los títulos públicos como los privados. Por ello, resulta de interés observar y analizar el comportamiento económico de una gran empresa argentina que cotizaba en la Bolsa de Valores de Buenos Aires. Fábrica Argentina de Alpargatas S.A. es una empresa que comenzó sus actividades en la rama textil en 1884. Su crecimiento y expansión llamaron la atención de los historiadores, tanto por ser una firma industrial textil surgida en un contexto de apogeo de la agroexportación, como por su éxito. En este trabajo se analizan las memorias y balances de la empresa, para reconstruir su evolución económica durante varios períodos críticos: la década del 20, la crisis del 30, y el peronismo (1946-55). Esto permitirá demostrar que el gran crecimiento de la empresa se financió a través del mercado, sin recurrir a reinversión de utilidades. Finalmente se comparará su desempeño con otras grandes industrias del período.

Palabras clave: Historia de empresas, Rentabilidad, Alpargatas S.A., Industria textil

Códigos JEL: L1, M19, N66

Abstract

In the last years, the analysis of the accounting, financial and economic situation of the organizations has been revitalized within the business history. In particular, the board minutes and the balance sheets have been rediscovered as a source. At the same time, economic history has once again observed the behavior of stock exchange markets. Therefore, it is interesting to observe and analyze the economic behavior of a large Argentine company that was listed on the Buenos Aires Stock Exchange. "Fábrica Argentina de Alpargatas S.A." is an enterprise that began its activities in the textile branch in 1884. Its growth and expansion attracted the attention of historians, both for being a textile industrial firm that emerged in a context of the agro export economy, and for its success. In this paper, we analyze the company's reports and balance sheets, in order to reconstruct its economic evolution during several critical periods: the 20s, the 30s crisis, and Peronism (1946-1955). This will allow us demonstrating that the great growth of the company was financed through the market, without resorting to reinvestment of profits. Finally, its performance will be compared with other major industries of the period.

Keywords: Business History, business profitability, Alpargatas S.A., textile industry

JEL codes: L1, M19, N66

Financiar el crecimiento de la empresa en Argentina. El caso de Alpargatas S.A. (1921-1950)

[Fecha de recepción del original: 18/6/18; versión definitiva: 30/8/18]

Lionel Barbagallo y Eduardo Martín^Ψ
Universidad de Buenos Aires - CONICET

1.- Introducción

Este trabajo busca analizar la *performance* económica y financiera de una gran empresa argentina entre 1921 y 1950: la Fábrica Argentina de Alpargatas S.A. Se buscará indagar en la trayectoria de la compañía a partir de sus principales indicadores económicos y financieros. Este enfoque permitirá evaluar con mayor profundidad las novedades introducidas por la transformación estructural de la economía en torno a la década de 1930, momento en que gana dinamismo el sector industrial, así como el impacto del II Guerra Mundial y las políticas económicas del peronismo (1946-1955). El corte cronológico realizado busca captar esta transformación, analizando el desempeño de la empresa inicialmente en un contexto de libre comercio, y luego en uno de industrialización sustitutiva. Para ello, se utilizarán los indicadores de Rentabilidad sobre Patrimonio Neto, Dividendos, Retorno Total al Inversor, Cotizaciones Bursátiles y Ratio Q¹. Cuando la información disponible lo permita, se realizarán comparaciones de estos índices con los agregados a nivel de sector y nacional, e incluso con otras experiencias de la región. Las fuentes serán los balances y memorias de la empresa publicados en el Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Los datos referidos a retornos al inversor y cotizaciones bursátiles también serán obtenidos de la misma fuente.

^Ψ Contacto: Lionel Barbagallo / Eduardo Martín Cuesta. CONICET-Universidad de Buenos Aires. Instituto Interdisciplinario de Economía Política de Buenos Aires. IIEP – BAIREs – UBA. Av. Córdoba 2122, 2º piso. (1120) Ciudad de Buenos Aires, Argentina. E-mails: lionel.barbagallo@gmail.com / martincuesta@conicet.gov.ar

¹ La Ratio Q es el cociente entre el valor de mercado (bursátil) de una empresa y el valor real (o de reposición de sus activos). Una ratio Q entre 0 y 1 significaría que el coste de reemplazo es mayor que el valor de mercado y por tanto la acción estaría infravalorada. Por el contrario, un ratio por encima de 1 significa que la empresa está sobrevaluada.

El caso de Alpargatas S.A. fue analizado en el largo plazo por Leandro Gutiérrez y Juan Carlos Korol (1988). Estos analizaron el patrimonio y las utilidades, así como la evolución del capital, desde la fundación de la empresa en 1884 hasta 1940. Los autores han señalado la importante tasa de crecimiento de la empresa a lo largo de todo el período, aunque destacan una marcada aceleración entre 1926 y 1940. De este modo, el trabajo de Gutiérrez y Korol logra verificar a nivel de empresa, lo que a nivel sectorial había sido planteado por estudios previos, es decir, la aceleración del crecimiento del sector textil durante la década de 1930.² No obstante, a pesar de este aporte, el recorte temporal de dicho trabajo deja de lado períodos posteriores, probablemente más importantes en el desarrollo del sector textil. Durante la Segunda Guerra Mundial y los primeros años del peronismo los niveles de crecimiento de Alpargatas fueron muy superiores a los ya elevados de la década de 1930. Aunque se logra comprobar la importante dinámica expansiva entre 1926 y 1940 señalada anteriormente, este trabajo aporta indicadores que sugieren que la performance económico – financiera de Alpargatas mejoró especialmente entre los años 1940 y 1950.

Otro aspecto a señalar del trabajo de Gutiérrez y Korol es que parte de enfoques tradicionales sobre la conducta y estrategias de financiación del empresariado local. Por ello, asume que la empresa no fue capaz de recurrir a fuentes externas de financiación, por lo cual su expansión se basó principalmente en la reinversión de utilidades. Esta dinámica estaría dando cuenta de un ambiente empresario poco desarrollado, suponiendo la inexistencia de mercados, instituciones e individuos dispuestos a participar de la financiación de la expansión industrial, características también observadas por Pineda (2007). Si bien esto puede ser cierto para el funcionamiento bancario, especialmente para la década de 1930, los estudios de Chu (1972), Nakamura y Sarazaga (2001) y Barbagallo (2015), han puesto de relieve la existencia de mecanismos de financiación a través del mercado de valores mucho más desarrollados de lo tradicionalmente asumido. Más adelante se comprobará que Alpargatas, lejos de financiarse a través de la reinversión de utilidades retenidas, fue un agente de primer orden de este entramado institucional – financiero descripto, logrando captar importantes recursos a través de la emisión de acciones.

2.- La industria textil en Argentina y Latinoamérica

La historiografía económica ha señalado el atraso relativo en el desarrollo de la industria textil en la Argentina. La expansión del habría comenzado con intensidad en las décadas de 1920 y 1930, lo que contrasta con la industria textil en México, cuyo inicio puede remontarse a la década de 1830, y con la brasileña, que se expande con fuerza después de la Segunda Guerra Mundial. No obstante, el crecimiento del sector

² Sobre los estudios previos ver Elías (1969) y Petrecolla (1970). Para un panorama general de la economía argentina en el período ver Ferrer (1998) o Díaz Alejandro (1971).

textil en la Argentina no ha seguido una trayectoria lineal, sino que pueden encontrarse ciertos puntos de quiebre. Un primer momento de desarrollo puede ubicarse en torno a la crisis lanar entre 1866 y 1873. En un contexto de dificultad para vender la producción local, con precios deprimidos en el mercado mundial, el sector terrateniente argentino evaluó la idea de industrializar el producto para sustituir importaciones. Esto se plasmó en 1873 en una compañía que contaba con 19 telares y hasta hilandería propia. No obstante, fue un fracaso.

Este breve período proteccionista a inicios de la década de 1870 tuvo una importancia mayor de cara al desarrollo textil posterior. Durante esos años, se consolidó a grandes rasgos la estructura de tarifas aduaneras que regularía el comercio de textiles hasta la crisis de 1930³. El sector de tejeduría y confección fue favorecido por la instauración de tarifas elevadas, mientras que el sector de hilandería gozó de niveles de protección bastante inferiores. Esto condicionó profundamente el desarrollo del sector textil. Con el crecimiento económico de las décadas de 1880 y 1890 se instalaron en Buenos Aires algunas hilanderías y tejedurías, principalmente vinculadas con la industrialización de la lana, materia prima disponible en buenas condiciones en el mercado local (a diferencia del algodón, que recién se comenzó a desarrollarse en la década de 1920 y en variedades de baja calidad)⁴. A pesar de estos avances, la industrialización del algodón poco había avanzado, y el desarrollo textil en el período previo a la I Guerra Mundial se centró en las lanas. Un ejemplo de esta dinámica fue la firma Hilanderías Argentinas de Algodón, establecida en 1906 por grandes capitales, y liquidada en 1912. Para 1910, la industria textil en su conjunto había alcanzado un escaso desarrollo. El censo industrial de 1914 revela que el sector textil representaba sólo el 10% de los capitales invertidos en la industria manufacturera, y producía 1/7 del valor agregado por el sector manufacturero. En contraposición, la industria textil brasileña producía ¼ del valor agregado del sector manufacturero para 1920.

Hacia 1923, aunque la Argentina contaba con algunas tejedurías de algodón y un cierto desarrollo en el sector lanero, el país era un gran importador de productos textiles. La producción local se encontraba lejos de satisfacer la demanda. Alrededor del 73% de los textiles consumidos provenían del extranjero. Esta situación era diferente a la de Brasil y México, importantes productores de textiles, aunque tenía similitudes con la situación del mercado uruguayo. La configuración del mercado textil nacional había convertido a la Argentina en uno de los principales destinos de hilados y telas británicas de algodón, especialmente aquellos de mayor calidad.

³ En el contexto de la economía argentina del último cuarto del siglo XIX y los primeros 30 del XX, el tema del proteccionismo ha sido muy debatido, en relación con las posibilidades o no de creación de un mercado interno y una industria local subsecuente. Para algunas interpretaciones, los aranceles tenían un objetivo fiscal, en tensión con las relaciones comerciales internacionales (Ferrer, 1998). Para otros, hubo una protección arancelaria negativa en el período (Díaz Alejandro, 1971).

⁴ Los casos más notorios fueron los de las empresas Prat en la década de 1880 y Barolo tiempo más tarde.

Los años de la Primera Guerra Mundial hubo un impulso y protección a los textiles laneros y tejedurías de punto, aunque no tanto a la hilandería de algodón. Los estímulos económicos no fueron suficientes para el sector, en un contexto de materia prima escasa. En 1918 existían sólo dos hilanderías de algodón en la Argentina. No obstante, es durante estos años donde comienzan a madurar ciertos proyectos para desarrollar la industria algodonera. Un conjunto de empresas industriales tenía posición consolidada en el mercado interno, y acumularon importantes sumas de capital. Los casos más importantes eran la Compañía General de Fósforos⁵ y la Fábrica Argentina de Alpargatas. Ambas empresas utilizaban hilados de algodón como materia prima, y sufrieron dificultades en su provisión durante la Gran Guerra. Para solucionar estos inconvenientes, ambas implementaron proyectos para desarrollar hilanderías de algodón. De este modo, la producción de hilados de algodón fue encarada como un negocio complementario a la producción principal de las empresas, que no sólo garantizaba la provisión de la materia prima, sino que ofrecía la posibilidad de incursionar en nuevos negocios, diversificando e integrando verticalmente las inversiones.

La Fábrica Argentina de Alpargatas instaló su hilandería en el año 1921. Con esta política la empresa buscaba asegurar su fuente de materia prima, así como diversificar e integrar sus negocios. En el año 1928 inauguró la hilandería de yute⁶, cuyos ensayos se habían iniciado hacía más de una década. Hacia 1920 la empresa se encontraba bastante diversificada en varios rubros del sector. Su negocio principal continuaba siendo las alpargatas⁷, pero también producía manufacturas de lonas y lonetas, calzado de cuero y lona, zapatillas, brines, repasadores, hilos de yute y cáñamo, estopas de algodón y poseía una tintorería propia. La empresa en 1930 amplió la sección de tejeduría, incorporando 30 telares Northrop y construyendo nuevos edificios a tales fines (Gutiérrez y Korol, 1988).

Lo anterior, a pesar de que el contexto de la industria del algodón permaneció bastante limitado en los años '20, y la industria textil en general enfrentó diversos obstáculos. La industrialización del algodón demostró ser un negocio dificultoso por fuera de las estructuras de estos grandes capitales consolidados. Incluso en el seno de

⁵ La Compañía General de Fósforos fue pionera en el desarrollo de la industria textil algodonera: montó plantas desmotadoras en el Chaco (zona productora de algodón al norte de Argentina) y una planta de hilado en la ciudad de Bernal (cerca de la ciudad de Buenos Aires). Rápidamente logró autoabastecerse y comenzó a proveer a otras tejedurías, entre las cuales se hallaba la Algodonera Flandria (esta última recién en los años '40 instaló su hilandería de algodón). Para encarar más profesionalmente el negocio, la empresa decidió crear una división nueva con el fin exclusivo de manejar el negocio textil, que claramente difería con el negocio principal que seguía siendo la fabricación de fósforos.

⁶ Fibra textil que se obtiene de la planta del mismo nombre (Planta herbácea tropical de tallos leñosos poco ramificados, flores pequeñas, amarillas, aisladas o en parejas y fruto en forma de cápsula.)

⁷ Calzado de lona, con suela de esparto, cáñamo o goma, que se sujeta al pie por presión o con unas cintas que se atan al tobillo.

estas grandes empresas, el hilado siempre fue un negocio secundario, muy vinculado con asegurarse la provisión de materia prima. Existen dos líneas de interpretación para explicar el escaso desarrollo del rubro. Una sostiene que la causa del atraso se debía a las políticas librecambistas establecidas, y la poca protección brindada al sector. Otra, que el problema de la industria radicaba más bien en la escasez de materias primas de calidad y de mano de obra calificada. Es probable que se haya tratado de una conjunción de estos elementos, y no de una dinámica unicausal.

Las dificultades del sector en los años '20, fueron diversos. En primer lugar, los aranceles. El alza de los precios hacia fines de la Primera Guerra había generado tal brecha entre los valores de aforos de los productos y los de mercado, que la tarifa efectiva sobre algunos textiles resultaba irrisoria. Esto impactó con fuerza sobre los hilados, que pagaban una tarifa más baja que los tejidos. Peor aún fue la situación para los hilados teñidos, de mayor valor en el mercado. Para 1923, el aforo del hilado de color era de 5 centavos oro, mientras que el precio en Buenos Aires (“CIF”⁸) era de 4,3 pesos oro por Kg. La tarifa efectiva que pagaba la importación de este producto era virtualmente inexistente, apenas rozaba el 2%. Pero al problema de la tarifa se sumaba la apreciación cambiaria. Con la recuperación de las exportaciones, entre 1923 y 1927 el peso se apreció fuertemente en relación con el oro, lo que tornó más baratas las importaciones. Un fenómeno similar afectó al desarrollo de la industria textil en Uruguay, cuyo tipo de cambio se había apreciado en ese el período (Camou y Maubrigades, 2009). Además, el mercado mundial sufrió una sobreproducción de textiles en 1927 y 1928. Los productores europeos buscaban colocar su producción en el mercado mundial, y en gran medida en el latinoamericano, con lo que la plaza se vio concurrida de gran cantidad de productos importados, lo que contribuyó a deprimir los precios. En este contexto, el desarrollo del sector textil en la Argentina se vio obstaculizado, situación que se agravó especialmente luego de la modificación de los aforos aduaneros de 1924, que redujo aún más las tasas para ciertos productos textiles.

Dinámicas similares pueden verificarse para los principales productores textiles latinoamericanos. La recuperación de las exportaciones en Brasil, que motivó el fortalecimiento del real en la segunda mitad de la década de 1920, impactó negativamente en la actividad textil, reduciendo, al igual que en La Argentina y Uruguay, la tasa efectiva de protección, situación que se agravó con la crisis textil mundial a partir de 1927 y 1928. En este contexto en 1929 se aplicó una importante alza en las tarifas aduaneras para todos los productos textiles (Haber, 1992). Pero no debe sobreestimarse la protección derivada de la tarifa aduanera. Comparativamente, fue de mayor importancia el efecto devaluatorio posterior a 1930, fenómeno generalizado en todos los países de la región. Una situación similar se dio en México. Hasta 1927 la protección aduanera del sector textil fue bastante baja. Pero esto se modificó en el marco de la crisis textil mundial, y particularmente luego de la Convención Industrial Obrera de la industria textil celebrada ese mismo año, donde se

⁸ Precio “costo, seguro y flete”.

definieron férreas reglamentaciones laborales y productivas. La rigidez en la productividad en la industria textil mexicana llevó a la instrumentación de mayores aranceles aduaneros, que se introdujeron progresivamente entre 1927 y 1933. Al igual que en el resto de los países, la protección del mercado interno continuó profundizándose luego de 1930, primero por la devaluación de la moneda y luego por los efectos de la guerra (Gómez Galvarriato, 2007).

A diferencia de lo ocurrido en Brasil, donde los precios y la rentabilidad se derrumbaron, o en México, donde los efectos de la revolución impactaron negativamente sobre la productividad y costos de la industria, la Argentina generó un contexto favorable. Los principales cambios que beneficiaron al sector industrial fueron la devaluación de la moneda y el incremento de las tarifas, que revirtieron las condiciones de la década previa. Adicionalmente, el tipo de cambio diferencial permitió la importación de equipos y maquinarias, muy por debajo del cambio vigente para la importación de artículos textiles. De este modo, se garantizó el acceso a bienes de capital económicos. Como señala Newland (2017), estas transformaciones implicaron una modificación estructural en los precios relativos. Subieron los precios de los productos industriales, y permaneciendo el resto estancados o bajando, como los agrícolas. Esto brindó una situación positiva para el sector industrial, que colocó sus productos en el mercado interno. Aunque el volumen total del mercado se retrajo los primeros años por efecto de la crisis, la progresiva sustitución de importaciones le permitió al sector expandir su producción a lo largo de la década. Las modificaciones en el contexto elevaron los niveles de rentabilidad del sector. Esto fue señalado por Petrecolla (1970): ante estímulos positivos en función de la rentabilidad, la producción e inversión en el sector crecieron fuertemente. La industria uruguaya siguió también este patrón de desarrollo (Camou y Maubrigades, 2009). Aunque la rentabilidad en la industria brasileña (Haber, 1992) y mexicana (Gómez Galvarriato, 2007), por las particularidades antes mencionadas, se vio fuertemente retraída, lo que impactó negativamente sobre las inversiones en el sector. El mercado brasileño, a pesar de la protección de la tarifa y la devaluación, se vio muy afectado por la crisis económica, con lo que la industria no logró colocar su producción satisfactoriamente. En México el problema fue el estancamiento de la productividad y el alza de los costos laborales, que impactó negativamente en la rentabilidad. Llama la atención en este patrón de desarrollo regional que el caso de la Argentina, a pesar de no contar con mano de obra barata, como sí tuvieron México y Brasil, presentó los mayores niveles de crecimiento (especialmente teniendo en cuenta el capital instalado) de Latinoamérica entre 1930 y 1950.

Varios trabajos confirman la mejora referida del sector manufacturero en la Argentina luego de 1930. Juan Iñigo Carrera (2007) y Newland (2016) señalan el fuerte aumento en la rentabilidad del sector industrial una vez pasados los peores años de la crisis. Arnaudo (1973) muestra que la rentabilidad del sector industrial “maduro” se situó durante los años de la Segunda Guerra en niveles elevados, mientras que

Petrecolla (1970) plantea un escenario de aumento en los precios e inversiones que fue incentivado por la mejora en la tasa de ganancia del sector. Esta trayectoria fue diferente a la del caso de Brasil. Haber (1992) estima que la rentabilidad del sector textil se hundió durante la década de 1930, siendo negativa durante varios años para el grueso de las empresas estudiadas. Lo cual sucedió también en gran parte del mercado financiero. Mientras que las cotizaciones de las empresas brasileras cayeron bruscamente, en un mercado de escaso volumen, en la Argentina las cotizaciones siguieron una trayectoria ascendente, con niveles de transacciones y emisiones continuamente en alza entre 1935 y 1948 (Elias, 1969).

Esta performance financiera argentina parece haber ido en sintonía con la evolución del sector industrial en su conjunto, lo que ha sido destacado por Alemann (1956), Chu (1972) y Barbagallo (2015). Si bien ya era el más desarrollado entre sus pares latinoamericanos a fines de los años '20, siguió expandiéndose en las décadas posteriores, lo que revela la vitalidad del contexto económico. El mercado bursátil en Brasil se encontraba escasamente desarrollado, y hasta los '60 no creció. Lo mismo ocurrió con México, cuya economía estaba todavía fuertemente convulsionada por el efecto de la revolución (Gómez Galvarriato, 2007). Únicamente el mercado cubano gozaba de cierta vitalidad, pero fue muy afectado por el derrumbe de sus exportaciones durante los años '30 (Moreno Lázaro, 2013).

Este dinamismo en el mercado argentino tuvo el efecto de elevar notoriamente las cotizaciones bursátiles de las compañías industriales. Newland (2016) señala que la ratio Q de una empresa representativa, como Garovaglio & Zorraquín, alcanzó hacia fines de los años '40 niveles muy elevados. No obstante, a pesar de los elevados precios, el rendimiento de las acciones de empresas industriales era muy elevado. Los dividendos distribuidos eran realmente un factor de atracción para el público inversor. Una vez más, esta situación contrasta con la trayectoria de México y Brasil. Haber señala que, en Brasil tanto el rendimiento como la ratio Q de las empresas del sector textil se derrumbaron durante la crisis. El crecimiento del sector financiero, y especialmente de las cotizaciones bursátiles del sector industrial, parece haber sido una particularidad exclusiva de la Argentina entre los años '30 y '40. Esto es llamativo si se tiene en cuenta la depresión generalizada de los mercados financieros a nivel mundial.

El crecimiento financiero descripto refleja el desarrollo del sector industrial a partir de los años '30. El sector textil, junto al metalúrgico un poco más tarde, se colocó a la cabeza de este proceso.

La modernidad de los equipos y la productividad del trabajo colocaban a la industria argentina por sobre sus competidores latinoamericanos. Este proceso en parte puede entenderse como una continuación del crecimiento y las capacidades desarrolladas durante las décadas anteriores, más que como un proceso que inicia en

1930. De hecho, son los grandes capitales ya instalados los que traccionaron el desarrollo del sector textil. Por ejemplo, Alpargatas continuó su proceso de expansión y diversificación: en 1931 inauguró su sección de tejidos para neumáticos, teniendo por clientes a Pirelli, Michelin y Goodyear. En 1933 desarrolló la suela de goma vulcanizada, en 1934 expandió su sección de hilandería y tejeduría, en 1941 adquirió una hilandería de cáñamo, y en 1943 instaló una curtiembre. La Compañía General de Fósforos siguió un patrón similar: a fines de los '20 venía ensayando con los tejidos para neumáticos y tejidos de rayón, mientras que durante los '30 desarrolló el hilado de este producto (Barbero, 2000).

Otras empresas siguieron la misma trayectoria. En su conjunto, la capacidad instalada del sector textil se amplió más de un 70% entre 1935 y 1940. El valor agregado por dichas industrias creció entre 1935 y 1941 un 40%. No obstante, el sector de mayor crecimiento fue el algodonero, que registró fuertes inversiones y creció su productividad. A diferencia del lanero, donde la productividad decreció en la década de 1930.

La Segunda Guerra Mundial brindó nuevas oportunidades para la industria textil local. La virtual desaparición de la competencia externa le brindó una protección natural para su mercado interno, a la vez que el impulso suficiente para exportar. También las industrias mexicanas y brasileras, aunque más atrasadas, aprovecharon para salir al mercado externo. Los principales destinos de exportación fueron países latinoamericanos y Sudáfrica. En este contexto, los productos textiles aumentaron de precio, y su rentabilidad. Ante esta situación, el gobierno argentino buscó a partir de 1943 un compromiso estableciendo cuotas de exportación para no desabastecer al mercado interno. El stock de capital siguió las tendencias del período precedente, aumentando casi un 90% entre 1939 y 1945, mientras que el valor agregado subió entre 1941 y 1945 alrededor de un 60%. Las horas trabajadas crecieron un 100% entre 1939 y 1945 (Barbagallo, 2015). El esfuerzo productivo redundó en menores niveles de productividad, situación similar a la de Brasil y México.

El crecimiento del sector fue muy importante en este contexto favorable, y se incrementó la cantidad de empresas existentes, y su tamaño. Aunque para mediados de la década de 1940 el sector textil se hallaba dominado por grandes compañías como Alpargatas, Ducilo, Campomar, y se completaba con empresas como Flandría, Compañía General de Fósforos, Manufacturera Algodonera Argentina, La Emilia y Ramón y Nicolás del Sel. Este desarrollo industrial en torno a grandes empresas coexistía con el desarrollo de pequeños y medianos talleres, los que crecieron fuertemente entre la década de 1930 y 1940 principalmente en la zona norte y oeste del conurbano de la ciudad de Buenos Aires, en las localidades de Villa Lynch y San Martín (Bellini, 2017).

Una vez acabada la guerra, aparecieron dudas sobre las posibilidades de este complejo industrial. Aunque varios informes estimaban que los rubros textiles de menor calidad podrían subsistir, se esperaba que los textiles más finos no pudiesen competir en el nuevo contexto, más teniendo en cuenta la necesidad de Inglaterra de recuperar mercados. En lugar de estas pesimistas previsiones, los años de la segunda posguerra no mostraron grandes cambios. El gobierno peronista surgido de las elecciones de 1946 decidió impulsar a la industria, protegiendo el mercado interno de la competencia externa, e implementando una política crediticia expansiva. Para ello, se elevaron los aranceles aduaneros y se nacionalizó el Banco Central, poniendo en manos del gobierno el manejo de la totalidad del crédito y la moneda.

El escenario en el que se desarrolló la industria entre 1946 y 1950 es contradictorio. Fue fuertemente beneficiada por la política de protección del mercado y la asistencia crediticia. Pero el alza de los salarios y la rigidez de los nuevos convenios colectivos de trabajo, funcionaron en sentido contrario. Por otro lado, emergieron conflictos con los sindicatos en el interior de las fábricas, que no existían en los años previos. Empresas como Flandría y Alpargatas, que habían experimentado una baja conflictividad en el período previo, atravesaron diferentes momentos de confrontación⁹. El resultado general de las políticas aplicadas permitió la obtención de beneficios económicos importantes, aunque ciertamente menores que durante el período de la guerra. Asimismo, la capitalización del sector aumentó entre 1946 y 1950 un 30%, proporción similar en la que se expandió el valor agregado.

Los indicadores económicos y financieros disponibles para el sector industrial ratifican esta tendencia. Luego de alcanzar un máximo en torno a 1945 y 1947, la tasa de ganancia del sector se desplomó a niveles mínimos alrededor de 1951 y 1952. Lo mismo ocurrió con la trayectoria del mercado de valores. Luego de conseguir niveles récord en el mercado primario y secundario de títulos privados, cayó fuertemente entre 1948 y 1952.

3.- La Fábrica Argentina de Alpargatas entre 1921 y 1950

La empresa remonta sus orígenes al año 1884, cuando inversores británicos se asociaron con Juan Etchegaray para producir alpargatas de yute y comercializarlas en el creciente mercado interno local. Desde sus inicios, la empresa estuvo ligada a dos empresas extranjeras: la Ashworth & Co., que desde 1854 se encontraba establecida en la Argentina y se dedicaba a la importación de tejidos de algodón y posteriormente maquinarias, y la Douglas Fraser & Sons, que distribuía insumos claves como el yute y proveía maquinaria. Esta última empresa era dueña de diversas patentes, entre ellas

⁹ El conjunto de leyes y beneficios laborales, así como el apoyo gubernamental, permitió a los sindicatos llevar adelante disputas con las empresas, con relativo éxito. Esto fue novedoso para la muchas de las grandes empresas, que tenían relaciones fluidas con la fuerza de trabajo, en pos de elevar la productividad.

la de una moderna máquina para producir alpargatas. Etchegaray, por su parte, era un inmigrante catalán que contaba con un establecimiento artesanal de producción de alpargatas, con vistas de ampliar y mejorar su producción. Desde muy temprano, la empresa apuntó a adquirir tecnología de punta y estar a la frontera del desarrollo técnico. Con ello no sólo mejoraba la productividad, disminuyendo costos y expandiendo la escala, sino que la calidad de su producto se diferenciaba notoriamente de los tradicionales establecimientos artesanales.

La empresa no sólo producía alpargatas, también producía piolines y sogas. Su crecimiento en los primeros años fue tan brusco, que para 1887 ya era la fábrica de calzados de yute más importante del país, ocupando más obreros que el resto de las empresas del sector combinadas. Asimismo, su capital representaba más del 50% de todo el capital autorizado en el país para ese ramo. Desde temprano, su preferencia por la tecnificación colocó a la empresa un paso adelante a los productores tradicionales, lo que repercutió en su rápido crecimiento.

Si bien la crisis de 1890 impactó negativamente en su negocio, la empresa no detuvo su crecimiento. Para 1893 ya realizaba ensayos para tejer lonas de algodón y en 1900 incorporó modernos equipos para producir suelas de cuero. En 1907 continuó el proceso de expansión con la constitución de la filial brasileña, que seguía a la constitución de Alpargatas de Uruguay en 1890. También en 1907, la compañía incorporó equipos ingleses para la producción de calzado de cuero. Se trató de un período de intensa expansión, vinculada a un mercado interno muy dinámico, y la expansión regional. Gutiérrez y Korol han estimado que el stock de capital productivo de la empresa se expandió entre 1890 y 1917 a un ritmo promedio del 3,5% anual. En el mismo lapso, el patrimonio neto de la empresa creció al 6,59% anual. La Primera Guerra Mundial imprimió un cambio de dirección en el plan de negocios de la empresa: se intensificaron los intentos por diversificar la producción e incrementar la proporción de fuentes locales de materias primas. La nueva estrategia era incrementar las inversiones, como se implementó en la década del '20. Lo cual le permitió llegar a ser una de las empresas líderes del sector textil. Este proceso de capitalización de la empresa se observa en la tasa de crecimiento del capital productivo instalado. Entre 1917 y 1940 el ritmo anual de expansión fue del 8,30%, lo que contrasta con la del período previo, que se había situado en torno al 3,5%.

A pesar del entorno difícil de la década del 20 para la industria textil en su conjunto, presionada por la sobrevaluación del peso y el aumento de la competencia, la empresa obtuvo en 1927 y 1928 altos niveles de ventas y buenas utilidades. La rentabilidad de la empresa fue estable a lo largo de esta década; entre 1921 y 1925 las utilidades sobre patrimonio promediaron el 13,5% anual, y entre 1926 y 1930, el 10,73% anual. El dividendo fue todos los años del 15%, con excepción de 1930, donde se redujo a 12,5%. Esta trayectoria exitosa llevó a la empresa a ocupar en 1929 la

posición 21 entre las sociedades anónimas industriales del país por su patrimonio neto, y la 29 por su activo total.

Varios investigadores coinciden en señalar a la década de 1930 como momento de despeje para la industria textil en general, y Alpargatas no fue la excepción. Aunque su rubro principal continuaba siendo la fabricación de calzado, los productos más dinámicos eran los textiles. El mercado interno se expandió relativamente poco durante los años '30, por lo que el grueso del crecimiento provino de la sustitución de importaciones. Como Alpargatas contaba con una participación dominante en el mercado de calzados, su estrategia de expansión se centró más bien en desarrollar nuevos productos y mercados, diversificando su producción. Para ello, continuó con el proceso iniciado en la década previa. El nuevo contexto resultó ser el ideal para el desarrollo de la industria. La devaluación y elevación de los aranceles le significaron una barrera a la competencia externa, principal amenaza durante los '20. Asimismo, el tipo de cambio desdoblado permitió importar maquinarias a precios preferenciales. El resultado fue un salto en la rentabilidad que estimuló la entrada de nuevas inversiones al sector.

Aunque la demanda de calzado disminuyó a inicios de la década del '30, el sector textil se encontraba trabajando a capacidad máxima. Por ello, la empresa incorporó nuevos edificios, maquinarias y equipos. Este vertiginoso crecimiento transformó a Alpargatas en una de las empresas más grandes del país. Para 1939, medida por su capital, ocupaba el puesto 25 entre las sociedades anónimas del país, habiendo superado a Campomar, y sólo por detrás de Ducilo dentro del rubro textil. Las utilidades del período fueron bastante similares a la década precedente: consideradas sobre el patrimonio, entre 1931 y 1935 alcanzaron el 11,68% anual, mientras que entre 1936 y 1940 se ubicaron en torno al 12,61% anual.

Con la Segunda Guerra Mundial, estos indicadores dejan observar un salto cualitativo. En el contexto bélico la competencia externa virtualmente desapareció, quedando mercados desabastecidos. Subieron los precios de los productos textiles, y la rentabilidad. Las utilidades se dispararon entre 1939 y 1945. Hasta 1939 el dividendo promedio de los años buenos de la empresa se ubicaba en torno al 15%, sin caer debajo del 9%. A partir de 1939, el reparto de utilidades se incrementó, alcanzando el 12%, 15%, 17%, 25%, 40% y 85% en los años 1940, 1941, 1942, 1943, 1944 y 1945 respectivamente.

Los años de la guerra convirtieron a Alpargatas en una de las empresas más rentables del país. No obstante, con el advenimiento del peronismo (1946-1955) estos niveles de rentabilidad comenzaron a decrecer. Pasada la euforia del período bélico, la industria textil debió volver a operar para el mercado interno, el cual se encontraba fuertemente presionado por tensiones inflacionarias sobre los costos, que ya no podían trasladarse directamente a precios en virtud de las políticas económicas. El programa

redistributivo del peronismo no sólo significó mayores costos salariales, sino que también introdujo rigidez en los convenios laborales. Esto disminuyó la productividad del trabajo. También creció la conflictividad sindical.

4.- Las fuentes de financiación de la empresa

Diversos trabajos han señalado las dificultades del sector industrial para acceder a mecanismos de financiación a largo plazo. Esto se explica, al menos en parte, por las limitaciones del sistema bancario propio de una economía agroexportadora y orientado a sus necesidades (Rougier, 2013). La historiografía sostiene que, a diferencia del giro agropecuario y comercial, de corto plazo, la inversión industrial requiere inmovilizar importantes sumas de capital en el largo plazo. Esto habría tornado poco apetecible el crédito industrial para el sistema bancario. Por otro lado, el principal banco público, el Banco de la Nación Argentina, dedicaba sus principales esfuerzos financieros al crédito agropecuario y comercial, con lo que el crédito industrial habría estado escasamente cubierto. Esta escasez de instrumentos financieros específicos para satisfacer las necesidades del sector industrial se habría incrementado en el contexto del crecimiento del sector a partir de los años 1930, y con las regulaciones impuestas luego de la creación del Banco Central en 1935.

Este panorama es el que toman Gutiérrez y Korol (1988). Ante la escasez de crédito bancario, las empresas habrían optado por financiarse a través de fuentes internas, reinvertiendo utilidades. Un primer análisis de la cuestión corrobora esta hipótesis. La ratio de apalancamiento, que mide la relación entre recursos propios y de terceros, se ubica en el caso de Alpargatas en niveles muy bajos a lo largo de todo el período. Para 1926 esta ratio se ubicaba en 1,25 y para 1950 en 1,51. Este indicador informa que entre el 80% y el 66% de los recursos totales de la empresa eran propios, lo que indica que su uso de la financiación externa fue más bien limitado.

Un análisis de la composición del pasivo de Alpargatas muestra la escasa presencia del crédito bancario. Únicamente durante algunos años de la década de 1920 los bancos participaron activamente de la financiación de la empresa. Pero ya a partir de los años 1930, la contribución de estos es exigua. Y en varios años, como 1932, 1933 y 1934, inexistente. En los años siguientes, la participación de los pasivos bancarios nunca superó el 4%. Por el contrario, la principal fuente externa de financiación de la empresa resultó ser el pasivo comercial, promediando el 36% de las mismas. En orden de importancia, le siguen las “Cuentas a pagar”, representadas por deudas de muy corto plazo, compuestas principalmente por salarios y otras pérdidas devengadas, pero aún no canceladas. En general, estas deudas representaban entre el 20 y 30% del pasivo según el año. El resto del pasivo se reparte entre “Cuentas de terceros”, y provisiones sobre impuestos y cargas sociales¹⁰.

¹⁰ Las provisiones son cuentas que reflejan gastos o pérdidas futuras (del siguiente ejercicio), conocidas

A pesar de que esta evidencia señala claramente la ausencia de financiamiento bancario, tal como la literatura sostiene, no da cuenta del acceso a otros mecanismos de financiación como la emisión de acciones en el mercado de valores. En efecto, menos de la mitad del nuevo capital suscrito entre 1920 y 1950 se incorporó como distribución de dividendos en acciones o capitalización de reservas. El resto, provino de suscripciones de acciones por parte de particulares. Como se verá más adelante, esto se relaciona con la elevada proporción de distribución de dividendos en efectivo que realizaba la empresa. La proporción de utilidades retenidas fue bastante baja a lo largo de todo el período.

La trayectoria de Alpargatas es un caso más del poco uso del financiamiento por vía del sistema bancario argentino. Pero también pone de manifiesto la existencia de otros canales institucionales y financieros a través de los cuales la empresa podía obtener fondos. Si bien no era accesible para empresas pequeñas y medianas, la emisión de acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires fue una posibilidad real para muchas empresas de primera línea, como es el caso de Alpargatas. Este fenómeno ya había sido advertido por Chu (1972), quien comprobó que varias empresas del sector realizaban emisiones de acciones en la Bolsa de Buenos Aires en los años 30; fenómeno que se profundiza durante los años 1940 y con el peronismo (1946-55). La posibilidad de Alpargatas de acceder a importantes volúmenes de financiación a través de la bolsa se vincula con elementos a analizar más adelante. Pero que se relacionan principalmente con su elevada rentabilidad, sus elevados dividendos en efectivo y con su creciente capitalización.

5.- La tasa de ganancia en el largo plazo

El gráfico 1 exhibe la tasa de ganancia de la empresa a lo largo del período abordado¹¹. Según puede apreciarse, y acorde a la trayectoria antes descrita, puede dividirse el período en dos subperíodos con características específicas. El primero abarca hasta 1938 y se caracteriza por un nivel estable de rentabilidad, excepto los años finales de la década de 1920 y los primeros del '30, alrededor del 11% anual. En cambio, el período que va de 1938 a 1950, presenta niveles de rentabilidad muy superiores, promediando el 19% anual. El momento clave en el alza de la rentabilidad lo constituye la Segunda Guerra Mundial. Una vez concluida, los niveles de rentabilidad continuaron siendo elevados.

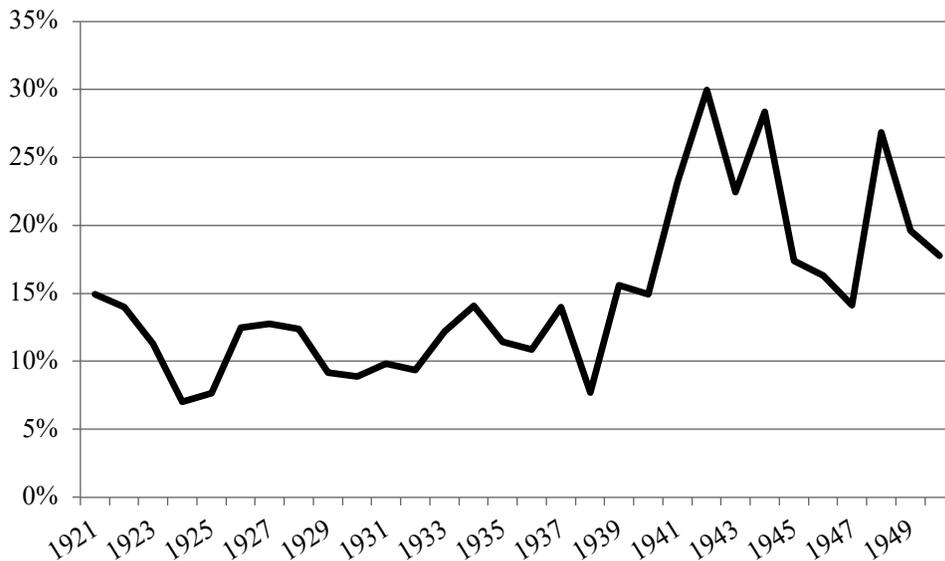
Si bien la empresa creció a lo largo de la década de 1920, duplicando su Patrimonio Neto entre 1921 y 1929, no permaneció al margen de las dificultades

en su naturaleza pero no completamente en su importe.

¹¹ Por tasa de ganancia se entiende la razón entre las utilidades contables y la suma del capital más reservas.

generales del sector. A pesar de un buen inicio durante los primeros años de la década, la revaluación de la moneda impactó negativamente en la rentabilidad de Alpargatas en 1924 y 1925. Cierta estabilización del mercado le permitió recomponer su negocio en 1926 y 1927, aunque una vez más, la sobreproducción textil a nivel mundial, y el ingreso a bajos precios de mercaderías importadas, le implicaron una nueva caída de la rentabilidad luego de 1928. Las utilidades permanecerían en niveles bajos hasta 1933. Con el tibio rebote de la economía local y la puesta en marcha de nuevos equipos e instalaciones, la empresa logró recomponer su giro comercial. En lo álgido de la crisis, la empresa utilizó como estrategia la disminución de sus precios de venta para mantener el volumen. Una vez superado lo peor de la misma, se dispuso a recomponer márgenes. Por otro lado, a partir de 1932 y 1933 comenzaron a madurar las inversiones realizadas en años previos, lo que habilitó a la empresa a expandir la producción e intensificar el proceso sustitutivo. De 1933 en adelante, los niveles de rentabilidad se ubicaron en niveles comparables a los mejores años de la década de 1920.

Gráfico 1
Tasa de ganancia de Alpargata S.A (1921-1950)



Fuentes: Memorias, Balances y reseñas de Fábrica Argentina de Alpargatas Sociedad Anónima, en *Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires* (1921-1950).

Después del notable crecimiento en los años '30, se produjo un gran salto en los niveles de rentabilidad, en el contexto de la Segunda Guerra Mundial, a los mejores niveles de su historia. Entre 1938 y 1943, año en que se instauran cupos de exportación para defender al mercado interno, la exportación de productos textiles nacionales creció un 158%, de 7.367 a 19.023 toneladas. Entre esos mismos años, las utilidades

de la empresa pasaron de poco más de 2 millones de M\$N¹² a casi 11 millones de M\$N, para llegar a 15 millones de M\$N en 1944. Paralelamente continuaron las inversiones, creciendo entre 1938 y 1945 el Patrimonio Neto en más del 100%. El período bélico le redituó a la empresa tasas de ganancias que se situaron en promedio en el 22% anual, muy por encima de los años 1933 – 1938, donde alcanzaron el 12%.

Concluida la contienda bélica, el peronismo no implicó una modificación radical de las condiciones. La imposición de barreras aduaneras le significó una protección muy importante, con lo que los precios de venta fueron satisfactorios. Aún con controles de precios y problemas de conflictividad obrera, los beneficios fueron en general positivos. Entre 1946 y 1950, la rentabilidad promedio se mantuvo en niveles cercanos a los del período previo a la Segunda Guerra.

En relación con otros sectores de la economía local, la trayectoria de Alpargatas parece haber sido superior.

Tabla 1.
Tasa de ganancia comparada (promedio por período)

	MCF	ByB	GyZ	ALP
1926-1932	7%	15%	12%	11%
1933-1941	5%	8%	5%	14%
1942-1948	8%	15%	12%	22%
1949-1955	6%	11%	11%	12%

Notas. MCF: Mercado Central de Frutos. ByB: Bunge y Born.

GyZ: Garovaglio y Zorraquín. ALP: Alpargatas.

Fuente: Newland y Cuesta (2016)

Si bien durante los años '20, la rentabilidad de la empresa fue bastante pareja con compañías de otros sectores, como los grupos Bunge y Born y Garovaglio y Zorraquín, durante los años '30, la trayectoria de Alpargatas evolucionó más favorablemente. Asimismo, durante el período bélico, la evolución positiva de Alpargatas fue más pronunciada que las de sus pares. En relación con el Mercado Central de Frutos, empresa propietaria de barracas e instalaciones portuarias sobre la boca del Riachuelo, la performance fue más favorable a lo largo del período. Esta dinámica no sorprende, ya que como han señalado varios trabajos, entre ellos Newland (2017) y Elías (1969), la rentabilidad del sector textil fue de las más elevadas, especialmente durante la década de 1930.

¹² Pesos Moneda Nacional.

Comparada a sus pares latinoamericanos, la performance económica de Alpargatas fue significativamente superior. La industria mexicana fue especialmente golpeada por la revolución. Entre 1921 y 1929, el retorno sobre patrimonio neto de una de las principales empresas del sector, CIVSA, promedió el 2,8% anual (Gómez Galvarriato, 2007). Bastante menor que el de Alpargatas, del 11% para esos mismos años. La década de 1930 no trajo mejores resultados para la industria mexicana, a los efectos de la revolución se sumaron los perjuicios de la crisis, con lo que la rentabilidad no mejoró, y el stock de capital descendió. Al igual que en el caso argentino, la guerra permitió elevar los niveles de rentabilidad, no obstante, esto redundó en una importante disminución de la productividad (fenómeno que se verifica localmente de modo parcial) y depredación del stock de capital.

En Brasil la rentabilidad también fue inferior. Una muestra de empresas representativas del sector textil evidencia una tendencia similar a la argentina para la segunda mitad de los años '20. Buenos niveles de rentabilidad hacia 1925, que van declinando conforme se acerca el fin de la década. El efecto de la crisis textil mundial es bien marcado en el caso brasilero; a partir de 1928 las utilidades ingresan en territorio negativo (Haber, 1992). Pero, más allá de la correspondencia en la tendencia, los niveles de rentabilidad fueron muy inferiores al caso de Alpargatas. En promedio, entre 1925 y 1929 la tasa de retorno alcanzó el 4%. La década de 1930, a diferencia de la Argentina, pero al igual que México, significó la continuidad de esta tendencia. Hasta 1933, la rentabilidad del sector textil brasilero fue negativa, pero una vez iniciada la recuperación la misma, fue moderada. Las tasas promedio de retorno entre 1930 y 1933 se ubicaron en zona negativa, y entre 1934 y 1937 rondaron el 2%. Al contar con fuertes inversiones en el sector textil brasilero, las memorias de Alpargatas reflejan de este proceso. La memoria de 1932 señala que “por lo que respecta a Sao Paulo Alpargatas, toca añadir que no ha podido reanudar todavía el pago de dividendos sobre sus acciones ordinarias...” (Memoria: 1931, 130)

Recién muy avanzada la década del '30, la Sao Paulo Alpargatas le brindó algún motivo de satisfacción a la matriz argentina. Al respecto, la memoria de 1937 señala que:

“En lo que atañe a la Sao Paulo Alpargatas Company, nos es grato poder informar que la evolución experimentada en su plan de reorganización técnica, llevado a la práctica mediante nuestra intervención, es halagüeña, y no dudamos, dados los progresos realizados últimamente, que no ha de tardar en obtener éxito en sus resultados financieros, tan poco satisfactorios en la última década.” (Memoria: 1937,238)

La recuperación, al igual que el caso mexicano, llegó únicamente con el estallido de la Segunda Guerra. Aún a pesar de presentar signos de reactivación luego de 1939, no debe perderse de vista, que sólo la industria textil argentina profundizó su

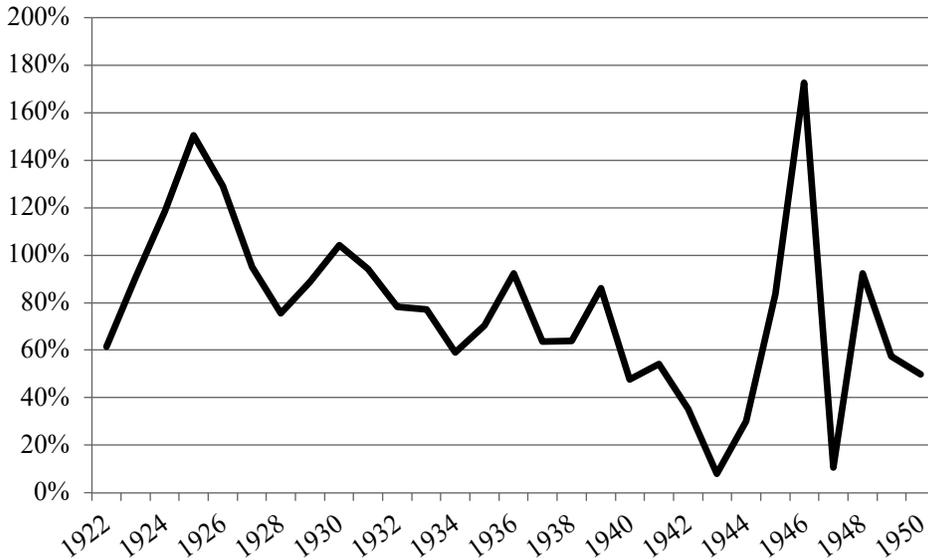
proceso de capitalización, mientras que sus pares brasileros y mexicanos avanzaron en un proceso de depredación del capital instalado. Mención aparte merece el caso uruguayo. La performance del sector textil fue bastante similar a la Argentina, manifestando tendencias en el mismo sentido. Por otro lado, tanto el rápido crecimiento del volumen producido, como el fuerte incremento del capital e inversiones en el sector, ponen de manifiesto que muy probablemente los niveles de rentabilidad logrados hayan sido elevados. Alpargatas también tenía intereses en la industria uruguaya, por lo que sus memorias dan cuenta parcialmente de su evolución. A diferencia de la filial brasileras, la uruguaya rinde buenas ganancias para la sociedad matriz. Hacia 1932 – 1933 la empresa abonó dividendos del 8%, apenas debajo del de Alpargatas de Argentina. En la memoria de 1933, la empresa celebra esta situación:

“En lo que respecta a la S.A. Fábrica Uruguay de Alpargatas, nos complace notificar a los señores accionistas, que sigue afrontando con buen éxito la difícil situación por que atraviesa la vecina República, manteniendo su nivel de ventas.” (Memoria: 1934, 39)

Los elevados niveles de utilidades permitieron a la empresa realizar una intensa política de distribución de utilidades, incluso a pesar de las dificultades crediticias entre 1935 y 1945, y del fuerte proceso de inversiones puesto en marcha. A diferencia de lo que tradicionalmente se suponía, la empresa no financió sus inversiones principalmente a través de utilidades propias, sino accediendo a fondos de terceros. Esto se manifiesta en la elevada tasa de distribución de utilidades, como se aprecia en el gráfico 2. De haber financiado su expansión con fondos propios, la distribución de utilidades hubiese sido muy inferior o hasta inexistente. En promedio, el “payout”¹³ de la empresa se situó en el 77%, llegando a máximos del 173% en 1946. Este indicador revela la gran prosperidad de la empresa y solidez financiera, que incluso en momentos álgidos como 1931 y 1932 realizó importantes distribuciones de utilidades.

¹³ La ratio “payout” es el porcentaje que una empresa destina de los beneficios al reparto de dividendos.

Gráfico 2
Payoutde Alpargatas S.A. (1922-1950)



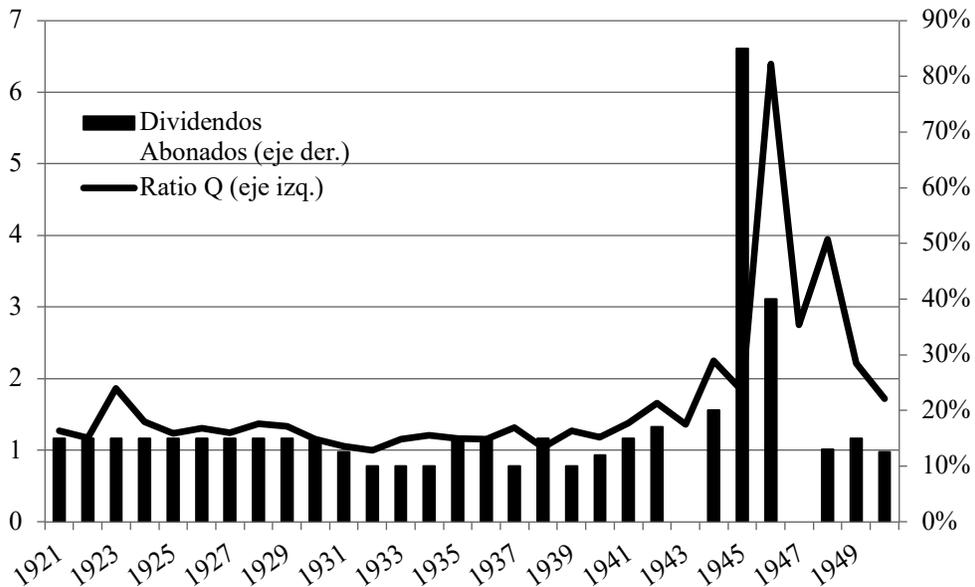
Fuentes: Memorias, Balances y reseñas de Fábrica Argentina de Alpargatas Sociedad Anónima, en *Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires* (1921-1950).

Este proceso tuvo mayor intensidad durante los años '20, donde el nivel de "payout" fue cercano al 100%. En cambio, entre 1930 y 1943, disminuyó a una ratio del 60%. Los grandes beneficios cosechados durante la guerra le permitieron a la empresa elevar la distribución de utilidades en 1945 y 1946, que alcanzó niveles récord. Durante el peronismo, la empresa continuó con elevados niveles de distribución de utilidades, aunque en un nivel inferior a los años finales de la guerra. Entre 1947 y 1950, el "payout" promedio fue del 55%.

Esta política de distribución de utilidades se observa en los elevados dividendos abonados. Con excepción de los años 1943 y 1947, cuando se repartieron altos dividendos en acciones. El gráfico 3 presenta el dividendo junto al ratio Q de la empresa. En promedio, el dividendo abonado sobre el valor nominal de las acciones ordinarias se ubicó en el 16% entre 1921 y 1950, distribuyendo utilidades incluso en los críticos años de la crisis de 1930. Esta performance contrasta con la de un conjunto de empresas representativas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, que distribuyeron un dividendo promedio menor para esos mismos años. Pero no sólo superó a la de sus pares locales, sino también a la industria textil brasilera. Durante los mejores años de la década del '20, entre 1925 y 1927, un conjunto representativo de empresas textiles brasileñas abonó dividendos equivalentes al 6% del valor nominal de sus acciones. En esos mismos años, Alpargatas pagó a sus inversores un dividendo del 15%. Durante los años posteriores esta divergencia se amplió aún más: entre 1928

y 1937, la industria textil brasilera distribuyó dividendos del 2,5%, mientras que Alpargatas pagó el 13%.

Gráfico 3
Dividendos abonados y Ratio Q de Alpargatas S.A. (1921-1950)



Fuentes: Memorias, Balances y reseñas de Fábrica Argentina de Alpargatas Sociedad Anónima, en *Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires* (1921-1950).

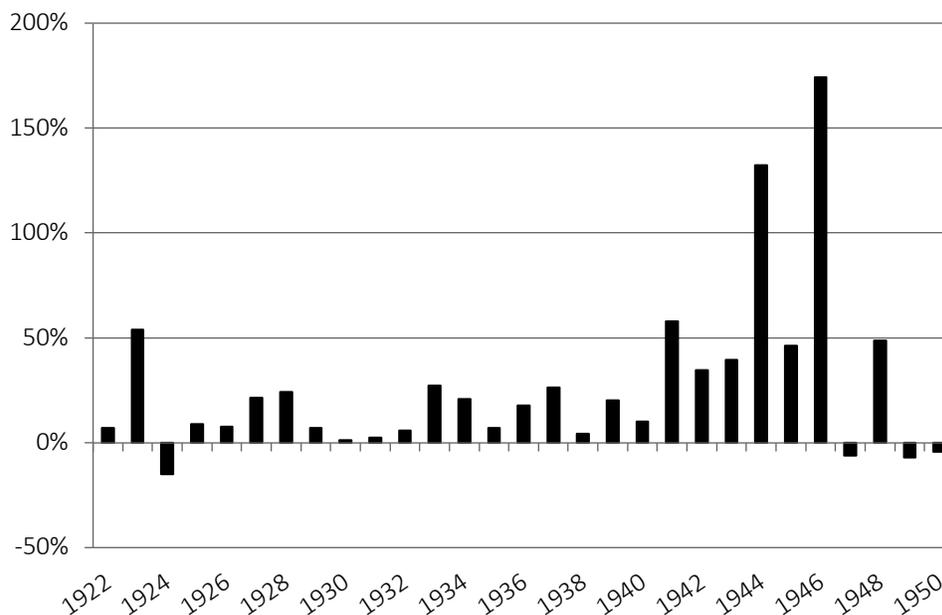
Esta solidez económica fue reconocida por los inversores, que se volcaron masivamente a colocar sus capitales en Alpargatas. Entre 1921 y 1950, la empresa pudo fundarse satisfactoriamente en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Asimismo, el valor de sus papeles reflejó esta circunstancia. La capitalización bursátil de la compañía creció fuertemente a lo largo del período. En 1921 era de 9.190.776 M\$N, y para 1950 alcanzaba los 281.760.000 M\$N, habiendo alcanzado un pico de 381.326.839 M\$N en 1946. La ratio Q evidencia la misma trayectoria, con excepción de 1932, siempre fue superior a 1. Pueden reconocerse tres períodos en donde este indicador adquirió características específicas. El primero en la década de 1920. En promedio, la ratio Q se ubicó entre 1921 y 1929 alrededor de 1,35, con un máximo de 1,86 en 1923. Una segunda etapa le corresponde a la década de 1930, donde este indicador cae. Entre 1930 y 1938, promedió el 1,13. En cambio, el período que se inicia con la contienda bélica vio subir marcadamente este indicador. Entre 1939 y 1950, la ratio Q se ubicó en un promedio de 2,32. A pesar de haber sido creciente desde 1939, la gran suba de este indicador se ubicó entre los años 1944 y 1949, llegando a un punto máximo de 6,39 en 1946. Esta dinámica estaba relacionada con los buenos resultados de la empresa, y no debe perderse de vista el rol de la expansión

monetaria y burbuja financiera que propició el peronismo a partir de la reforma financiera de 1946 y su intervención en el mercado.

En la comparación con el sector textil en Brasil, Alpargatas también resulta favorecida. Lamentablemente no conocemos el nivel absoluto de la ratio Q de las empresas textiles brasileñas. No obstante, Haber (1992) indica en su investigación que de un valor base de 100 en 1925, para 1931 este indicador había perdido el 75%. Es decir, la capitalización de las empresas se redujo en tres cuartas partes entre 1925 y 1930. Esta tendencia a la descapitalización es más marcada que en el caso argentino, donde el índice de la Bolsa de Valores desciende en guarismos muy inferiores, y mucho más aún que en el caso de Alpargatas, que entre su ratio Q máximo de 1923 de 1,86 y el mínimo de 1931 de 0,99, la caída fue inferior al 50%. Además, a pesar de acusar cierta caída a inicios de la década del '30, la recuperación de Alpargatas es mucho más veloz que en el caso brasileño. En 1934, la ratio Q de Alpargatas era bastante similar al de 1927, y para 1937 se acercaba al nivel de 1926. En cambio, la industria textil brasileña nunca recuperó los niveles precrisis a lo largo de la década de 1930.

Analizando los indicadores antes expuestos, no es de sorprender que el retorno total percibido por los inversores, incluyendo dividendos en efectivo y capitalización de la empresa, haya sido muy elevado. Tal como se aprecia en el gráfico 4, el retorno total al inversor fue positivo en 24 de los 28 años analizados. Incluso a los años de retornos negativos, siguieron años de fuertes subas en la capitalización de la empresa, por lo que se relacionan con quiebres en burbujas especulativas o tomas de ganancias. Por ejemplo, la caída de 15% de 1924 fue sucesiva a la espectacular alza de 54% del año previo. Lo mismo cabe decir de las caídas durante el peronismo; fueron seguidas por importantes subas en las cotizaciones en 1946 y 1948.

Gráfico 4
Retorno total al inversor de Alpargatas S.A. (1921-1950)



Fuentes: Memorias, Balances y reseñas de Fábrica Argentina de Alpargatas Sociedad Anónima, en Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1921-1950).

Los elevados niveles de retorno obtenidos por Alpargatas transformaron a la empresa en una de las más rentables de la Argentina. Un peso invertido en 1921 se hubiese transformado para 1950 en 333 pesos. Esto implica un retorno medio superior al 22% anual. No obstante, el grueso de este retorno se concentra en los años de guerra y el peronismo. El período que va de 1921 a 1938 retribuyó al inversor a una tasa del 12,4% anual, lo que es bastante elevado si se considera el impacto de la depresión. Pero los retornos entre 1939 y 1946 fueron superiores, con un promedio anual del 56,8%. Dos fenómenos explican esta expansión: en primer lugar, la fuerte alza en las utilidades de la empresa, que pasaron de poco más de 2 millones de M\$N en 1938 a más de 15 millones de M\$N en 1944. En segundo lugar, debe tenerse en cuenta el impacto de la reforma financiera del peronismo a partir de 1946, que elevó los niveles de liquidez en plaza, desarticuló inversiones alternativas como el mercado de títulos públicos, manipuló la tasa de interés real hacia territorio negativo, e intervino fuertemente en el mercado a fin de redireccionar los capitales hacia la inversión industrial. Con su intervención, el gobierno propició una burbuja en los valores privados que, con niveles de inversión todavía elevados, ya no acompañaba la marcha de las utilidades como había sido hasta 1945 (Rougier, 2012a) (Rougier, 2012b).

¿Cuánto hubo de burbuja especulativa y cuanto de crecimiento genuino en la espectacular alza de la capitalización de la empresa entre 1921 y 1950? Una primera aproximación se obtiene del análisis de la ratio Q de la compañía, que permaneció en niveles relativamente estables, indicando valuaciones “normales” excepto para los primeros años del peronismo. Otra forma de plantear el problema es a través del análisis de la ratio Precio/Utilidades. Éste, se ubicó en un promedio de 12, lo que indica que a lo largo de su trayectoria la empresa no estuvo constantemente sobrevaluada. Si del cálculo se excluyen las valuaciones especialmente altas de 1946 de 39,23 y 1947, de 19,43, resulta una ratio de 10,67. A modo de comparación, similar ratio para el índice S&P 500 de la bolsa de Nueva York arroja un valor de 13,47, con valores especialmente elevados a fines de los años '20 y valores muy bajos a fines de los '40. Aunque en el corto plazo la desconexión entre las plazas es manifiesta, en el largo plazo no se trata de niveles muy divergentes, con lo que la cotización de Alpargatas parece haber estado en valuaciones levemente menores a las vigentes en el mercado norteamericano.

6.- Consideraciones finales

Se ha comprobado que Alpargatas S.A. tuvo un excelente desempeño en el largo plazo, en particular en el período que se ha abordado (1921-1950). Para parte de esos años, Gutiérrez y Korol (1988) también lo habían observado y analizado. Buen desempeño en la década de 1920, crecimiento en la década de 1930. En este trabajo se analizó además el gran crecimiento en la década de 1940. En este sentido, sostiene la hipótesis de Newland (2017), acerca del rendimiento sectorial de las empresas. Siendo Alpargatas un caso dentro del gran rendimiento de las organizaciones industriales, en particular en el contexto de la Segunda Guerra Mundial y los primeros años del gobierno peronista (1946-1955).

Otros estudios pusieron énfasis en las transformaciones de los años '30, pero quizá ello deba ser matizado, al menos en lo que respecta al sector textil. Gutiérrez y Korol (1988) y Petrecolla (1970), pusieron el foco en el aumento de rentabilidad a partir de la crisis de 1930 y el cierre de las importaciones. En parte se puede observar el impacto de ambos procesos. Pero también se debe mencionar en el caso de Alpargatas, la continuidad en los patrones de rentabilidad e inversión. Sólo con la Segunda Guerra Mundial y sus consecuencias, la rentabilidad de la empresa se escapa de los niveles previos.

Por otro lado, la historiografía sobre la empresa ha resaltado un alto nivel de reinversión de las utilidades, dadas las dificultades de encontrar financiamiento en el mercado local (Gutiérrez y Korol, 1988).

Varios indicadores nos muestran lo contrario. En primer lugar, el “payout” de la empresa durante el período fue muy alto. Esto sugiere que la estrategia del directorio y los accionistas era de distribuir las ganancias. Por lo tanto, el crecimiento de la empresa, que se observa en la evolución del patrimonio neto, no se puede explicar bajo una estrategia de reinversión de las utilidades. Claramente el financiamiento de las inversiones se obtuvo por otras fuentes. Particularmente mediante la emisión de acciones en el mercado local, en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Esto le permitió a la empresa crecer y expandirse, al mismo tiempo que distribuía altos dividendos, que sostenían el valor de las acciones; lo cual le permitía acceder a fondos mediante la emisión de acciones (a tasa cero).

Lo anterior permite comprender la evolución de la “ratio Q”. Durante todo el período observado (con excepción de un año) el mercado tuvo preferencia por las acciones de Alpargatas, siendo la ratio Q superior a 1. Esta sobrevaluación de las acciones con respecto al valor de reposición de los activos es reflejo de la visión del mercado con respecto a la empresa.

A grandes rasgos, se observa en todos los indicadores la misma tendencia de crecimiento en el largo plazo. Dado el pago de dividendos sostenidamente positivo, al mismo tiempo que el patrimonio se incrementaba, se explica que la ratio Q estuviera por encima de 1. En particular en años donde el “payout” y los dividendos se situaban por encima de las tasas de retorno habituales para el mercado.

Parte del excelente desempeño de Alpargatas S.A. podría explicarse por la estructura de precios en Argentina. Tanto Petrecolli (1970) como Newland (2017) demostraron que los precios relativos favorecieron a las empresas industriales, como es el caso de Alpargatas.

En síntesis, todos los indicadores explican el muy buen desempeño de la tasa de ganancias (entendida como la Utilidad sobre el Patrimonio Neto) durante todo el período, y los altos niveles durante la Segunda Guerra Mundial y el peronismo. En concordancia con el sector industrial, como ha demostrado Newland (2017).

Finalmente, el desempeño de Alpargatas Sociedad Anónima durante el período 1921-1950 (el denominado de Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI)), fue excelente. En línea con la visión de la historiografía acerca de la protección a la industria local, que también se ha entendido para toda Latinoamérica (Tandeter y Korol, 2001) (Bértola y Ocampo, 2013). Sin embargo, la comparación con la industria textil de San Pablo (Brasil), o con la de México, resulta negativa. Las textiles de Brasil analizadas por Haber (1992) y las de México (Gómez Galvarriato, 2007) (Haber y Razo, 1998) revelan un desempeño muy pobre en comparación con Alpargatas Sociedad Anónima.

Fuentes

- Bolsa de Comercio de Buenos Aires, “Balances de Fábrica Argentina de Alpargatas Sociedad Anónima”. Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, años 1921 a 1950.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires, “Reseñas e informes de Fábrica Argentina de Alpargatas Sociedad Anónima”. Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, años 1921 a 1950.
- Shiller, Robert, 2017. Online data disponible en www.econ.yale.edu.

Bibliografía

- Alemann, Juan. E., 1956. *La bolsa; técnica de la operación bursátil y análisis del mercado de acciones de Buenos Aires*. El Ateneo, Buenos Aires.
- Aranaudo, Aldo, 1973. “Balances Agregados de 58 Empresas Manufactureras”, Serie Material de Trabajo, 9, Universidad Nacional de Córdoba, Córdoba.
- Barbagallo, Lionel, 2015. “Intermediación financiera y desarrollo económico durante la ISI argentina 1935-1967”. VI Jornadas Uruguayas de Historia Económica, organizadas por la AUDHE, Montevideo, 3, 4 y 5 de diciembre.
- Barbero, María Inés, 2000. “Mercados, redes sociales y estrategias empresariales en los orígenes de los grupos económicos. De la Compañía General de Fósforos al Grupo Fabril, 1889-1929”, *Estudios migratorios latinoamericanos*, 15 (44): 119-146.
- _____, 2006. “La historia de empresas en Argentina: trayectoria y temas de debate en las últimas dos décadas”. Gelman, Jorge (coor): *La historia económica argentina en la encrucijada. Balances y perspectivas*, Prometeo, Buenos Aires: 153-171.
- Barbero, María Inés y Raúl Jacob (eds), 2008. *La nueva historia de empresas en América Latina y España*. Temas, Buenos Aires.
- Belini, Claudio, 2008. “Una época de cambios: la industria textil argentina entre dos crisis, 1914-1933”, *Estudios Ibero-Americanos*, 34 (2): 31-48.
- _____, 2014. *Convenciendo al capital. Peronismo, burocracia, empresarios y política industrial, 1943-1955*, Edhasa, Buenos Aires.
- _____, 2017. “The rise of the Textile District of Buenos Aires and the Limits of Import Substitution Industrialization in the First Half of the Twentieth Century”, *Revista de Historia Industrial*, 26 (66): 159-190.
- Bertino, Magdalena, 2013. “La industria textil uruguaya: concentración de capitales y articulación regional, 1900-1960”, *H-industri@: Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina*, 3 (5): 1-28.
- Bértola, Luis y Luis Antonio Ocampo, 2013. *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, Fondo de Cultura Económica, México.

- Cassis, Youssef y Camilla Brautaset, 2003. "The Performance of European Business in the Twentieth Century: A Pilot Study", *Business and Economic History on line*, 1. http://www.thebhc.org/sites/default/files/Cassisbrautaset_0.pdf.
- Camou, María Magdalena y Silvana Maubrigades, 2009. "Tejiendo una historia: evolución de la industria textil uruguaya, 1898-2000", *H-industri@: Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina*, 3 (5): 1-28.
- Ceva, Mariela, 2010. *Empresas, trabajo e inmigración en la Argentina: los casos de la Fábrica Argentina de Alpargatas y la Algodonera Flandria, 1887-1955*. Biblos, Buenos Aires.
- Chu, David, 1972. "The Great Depression and Industrialization in Latin America: Response to Relative Price Incentives in Argentina and Colombia 1930-45". Tesis Doctoral no publicada, Universidad de Yale.
- Cuesta, Eduardo Martín, 2013. "Precios, Salarios, Peronismo y Empresa. El caso del Mercado Central de Frutos de Argentina (1938-1958)", *Anuario del Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo*, 5: 53-80.
- _____, 2014, "Precios, salarios y empresa en la Argentina próspera. El caso del Mercado Central de Frutos (1887-1930)", *H-industri@*, Año 8 (14), primer semestre: 121-152.
- Díaz Alejandro, Carlos, 1971. *Ensayos sobre la historia económica argentina*. Amorrortu, Buenos Aires.
- Elías, Víctor, 1969. *Estimates of Value Added, Capital Labor in Argentine Manufacturing 1935-1963*. Tesis Doctoral, University of Chicago.
- Ferrer, Aldo, 1998. *La economía argentina*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- Goetz, Arturo Luis, 1976. "Concentración y desconcentración en la industria argentina desde la década de 1930 a la de 1960", *Desarrollo Económico*, 60, enero-marzo: 507-548.
- Gómez Galvarriato, Aurora, 2007. "The Political Economy of Protectionism: The Mexican Textile Industry, 1900–1950". Edwards, Sebastian, Gerardo Esquivel y Graciela Márquez (eds) *The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises*, University of Chicago Press, Chicago: 363-405.
- Gutiérrez, Leandro y Juan Carlos Korol, 1988. "Historia de empresas y crecimiento industrial en la Argentina. El caso de la Fábrica Argentina de Alpargatas", *Desarrollo Económico*, 28 (111), octubre-diciembre: 401-424.
- Haber, Stephen, 1992. "Business, enterprise and the Great Depression in Brazil: a study of profits and losses in textile manufacturing", *The Business History Review*, 66 (2): 335-363.
- Haber, Stephen y Armando Razo, 1998. "The rate of growth of productivity in Mexico, 1850 – 1933: Evidence from the Cotton Textile Industry", *Journal of Latin American Studies*, 30 (3): 481-517.
- Iñigo Carrera, Juan, 2007. *La formación de económica de la sociedad argentina, Imago mundi*, Buenos Aires.

- Marichal, Carlos y Mario Cerutti (comp), 1997. *Historia de las grandes empresas en México, 1850-1930*, Universidad Autónoma de Nuevo León, México.
- Moreno Lázaro, Javier, 2013. “La bolsa de la Habana, el mercado mundial de azúcar y las fluctuaciones de la economía cubana, 1910-1959”, *Revista de Historia Económica*, 31 (1): 111-143.
- _____, 2017. “La bolsa de valores de México durante el Porfiriato y la revolución, 1885-1934”, *América Latina en la Historia Económica*, 24 (1): 98-139.
- Nakamura, Leonard y Carlos Zaragaza, 2001. “Banking and Finance in Argentina in the Period 1900-35”, FRB Philadelphia Working Paper, No. 01-7, SSRN Electronic Journal. 10.2139/ssrn.274039.
- Newland, Carlos, 2016. “Sobre las estrategias, utilidades y valuación del grupo Garovaglio y Zorraquín durante el Siglo XX”. *Revista de Historia Industrial*, XXIV, 60: 81-102.
- _____, 2017. “Una aproximación microeconómica al cambio estructural argentino, 1926-1945”. *Desarrollo Económico*, 57 (222): 329-352.
- Newland, Carlos y Martín Cuesta, 2016. “Rentabilidad, evolución patrimonial y diversificación en tres grandes compañías argentinas, 1926-1955”. en *América Latina en la Historia Económica*, Instituto Mora, México, año 23 (2): 204-228.
- Petrecolla, Alberto, 1970. “Sustitución de importaciones y formación de capital”, *Económica*, 16 (1): 99-127.
- Petrei, Humberto, 1973. “Rates of Return to Physical Capital in Manufacturing Industries in Argentina”. *Oxford Economic Papers*, 25 (3): 378-404.
- Pineda, Yovanna, 2007. “Manufacturing Profits and Strategies in Argentine Industrial Development, 1904-1930”. *Business History*, 49 (2): 186-210.
- Rougier, Marcelo, 2012a. “El mercado de valores durante el peronismo. Las dificultades para conformar un ámbito de capitalización empresaria (1944-1955)”. *Investigaciones y Ensayos*, 59: 511-564.
- _____, 2012b. *La economía peronista. Una perspectiva histórica*, Sudamericana, Buenos Aires.
- _____, 2012c. *La política crediticia del Banco Industrial durante el primer peronismo (1944-1955)*, Documento de trabajo No. 5. Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.
- _____, 2013. “Reflexiones sobre la historia de la industria y las empresas en América Latina”. *Revista de Historia Industrial*, 53: 13-24.
- Tafunell, Xavier, 2000. “La rentabilidad financiera de la empresa española, 1880-1981: una estimación en perspectiva sectorial”. *Revista de Historia Industrial*, 18: 71-112.
- Tandeter, Enrique y Juan Carlos Korol, 2001. *Historia económica de América Latina*. Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.