



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas



Efecto de la devaluación en el valor de las empresas

Pirih, Adrián Maximiliano

Especialización en Administración Financiera

2015

ÍNDICE GENERAL

	<u>Página</u>
1. RESUMEN DEL TRABAJO.	8
2. INTRODUCCIÓN AL TEMA.	12
3. DESARROLLO DEL TRABAJO.	16
3.1. MARCO TEÓRICO.	17
3.1.1. DEVALUACIÓN.	17
3.1.2. NORMAS CONTABLES.	18
3.1.3. VALUACIÓN DE EMPRESAS.	20
3.1.4. VALOR DE LAS ACCIONES.	22
3.1.5. CONCEPTOS ESTADÍSTICOS.	27
3.2. METODOLOGÍA.	30
3.3. ANÁLISIS Y DESARROLLO.	31
3.3.1. COMPORTAMIENTO DE ÍNDICES FRENTE A UNA DEVALUACIÓN.	31
3.3.1.1. COMPORTAMIENTO DEL MERVAL FRENTE AL AUMENTO DEL TIPO DE CAMBIO.	31
3.3.1.1.1. EL MEDIANO PLAZO (10/12/2007 – 30/06/2014).	31
3.3.1.1.2. EL MERVAL Y UNA FUERTE DEVALUACIÓN. ANÁLISIS DE CORTO PLAZO.	34
3.3.1.2. COMPORTAMIENTO DEL BURCAP FRENTE AL AUMENTO DEL TIPO DE CAMBIO.	36
3.3.1.2.1. EL MEDIANO PLAZO (10/12/2007 – 30/06/2014).	36
3.3.1.2.2. EL BURCAP Y UNA FUERTE DEVALUACIÓN. ANÁLISIS DE CORTO PLAZO.	37
3.4. CASOS PRÁCTICOS: ANÁLISIS DE EMPRESAS ARGENTINAS.	39
3.4.1. CASO: TENARIS (TS)	40
3.4.1.1. LA EMPRESA.	40
3.4.1.2. ÚLTIMOS HECHOS RELEVANTES.	41
3.4.1.3. ANÁLISIS SOBRE LOS ESTADOS CONTABLES.	42
3.4.1.4. CORRELACIÓN CON LA DEVALUACIÓN.	44
3.4.2. CASO: CRESUD S.A. (CRES).	48
3.4.2.1. LA EMPRESA.	48
3.4.2.2. ÚLTIMOS HECHOS RELEVANTES.	49
3.4.2.3. ANÁLISIS SOBRE LOS ESTADOS CONTABLES.	50

3.4.2.4. CORRELACIÓN CON LA DEVALUACIÓN.	53
3.4.3. CASO: INVERSIONES Y REPRESENTACIONES SOCIEDAD ANÓNIMA (IRSA).	55
3.4.3.1. LA EMPRESA.	55
3.4.3.2. ÚLTIMOS HECHOS RELEVANTES.	57
3.4.3.3. ANÁLISIS SOBRE LOS ESTADOS CONTABLES.	58
3.4.3.4. CORRELACIÓN CON LA DEVALUACIÓN.	61
3.4.4. CASO: LONGVIE S.A.	64
3.4.4.1. LA EMPRESA.	64
3.4.4.2. ÚLTIMOS HECHOS RELEVANTES.	65
3.4.4.3. ANÁLISIS SOBRE LOS ESTADOS CONTABLES.	66
3.4.4.4. CORRELACIÓN CON LA DEVALUACIÓN.	71
3.4.5. CASO: MIRGOR S.A.C.I.F.I.A.	75
3.4.5.1. LA EMPRESA.	75
3.4.5.2. ÚLTIMOS HECHOS RELEVANTES.	76
3.4.5.3. ANÁLISIS SOBRE LOS ESTADOS CONTABLES.	76
3.4.5.4. CORRELACIÓN CON LA DEVALUACIÓN.	83
4. CONCLUSIONES	89
5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.	95
6. ANEXOS.	100
6.1. PARIDAD PESO-DÓLAR ESTADOUNIDENSE.	101
6.2. ÍNDICE MERVAL.	114
6.3. ÍNDICE BURCAP.	127
7. NOTAS Y OBSERVACIONES AL TEXTO.	140
8. SOPORTE ELECTRÓNICO (C.D.)	142

ÍNDICE DE CUADROS

<u>Cuadro</u> <u>No. :</u>	<u>Título</u> – <u>Fuente</u>	<u>Página</u>
I	ESPECIES COMPONENTES DEL MERVAL. Fuente: www.bolsar.com .	24
II	ESPECIES COMPONENTES DEL BURCAP. Fuente: www.bolsar.com .	26
III	RESULTADOS FINANCIEROS – TS. Fuente: Tenaris S.A. Estados Contables Intermedios Consolidados Condensados al 31 de Marzo de 2014.	42
IV	COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ANUALES – TS. Fuente: Elaboración propia en base a datos de precios históricos de la especie TS y del tipo de cambio peso/dólar, obtenidos de la pagina web de Puente Hnos. y de información estadística del BCRA respectivamente.	46
V	RESULTADOS FINANCIEROS NETOS – CRESUD S.A. Fuente: Nota N° 32 de los Estados financieros separados al 30 de Junio de 2014 y 2013 y por los ejercicios finalizados el 30 de Junio de 2014, 2013 y 2012 (Corregidos). Disponible en www.cnv.gob.ar .	50
VI	PRESTAMOS POR MONEDA – CRESUD S.A. Fuente: Nota N° 5 de los Estados financieros separados al 30 de Junio de 2014 y 2013 y por los ejercicios finalizados el 30 de Junio de 2014, 2013 y 2012. Disponible en www.cnv.gob.ar .	52
VII	VALUACIÓN DE PROPIEDADES DE INVERSIÓN - IRSA. Fuente: Estados financieros separados al 30 de Junio de 2014 y 2013 y por los ejercicios finalizados el 30 de Junio de 2014, 2013 y 2012 (Corregidos). Nota a los estados financieros separados (corregidos) N° 7.	58

VIII	DETALLE DE PRESTAMOS POR MONEDA – IRSA.	59
	Fuente: IRSA Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima. Estados financieros separados al 30 de junio de 2014 y 2013, y por los ejercicios finalizados al 30 de junio de 2014, 2013 y 2012 (Corregidos). Nota a los estados financieros número 4: administración del riesgo financiero. Apartado a): Administración del riesgo de mercado. Pg. 16. Extraído de la página web www.cnv.gob.ar el 25/11/2014.	
	--	
IX	RESULTADOS FINANCIEROS NETOS – IRSA.	60
	Fuente: IRSA Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima. Estados financieros separados al 30 de junio de 2014 y 2013, y por los ejercicios finalizados al 30 de junio de 2014, 2013 y 2012 (Corregidos). Nota a los estados financieros número 32: Resultados financieros, netos. Pg. 56. Extraído de la página web www.cnv.gob.ar el 25/11/2014.	
X	COEFICIENTE DE CORRELACIÓN ANUAL – IRSA.	62
	Fuente: Elaboración propia en base a datos de precios históricos de la especie IRSA y del tipo de cambio peso/dólar, obtenidos de la página web de Puente Hnos. y de información estadística del BCRA respectivamente.	
XI	CLASIFICACIÓN DE CRÉDITOS Y DEUDAS – LONGVIE S.A.	67
	Fuente: Elaboración propia en base a datos aportados por los Estados Financieros Intermedios por el período de seis meses finalizado el 30 de Junio de 2014.	
XII	COMPOSICIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA – LONGVIE S.A.	67
	Fuente: Estados Financieros Intermedios por el período de seis meses finalizado el 30 de junio de 2014 (Longvie S.A.). Nota 21, Activos y Pasivos en moneda extranjera.	
XIII	VOLÚMEN DE VENTAS EN UNIDADES FÍSICAS – LONGVIE S.A.	70
	Fuente: Elaboración propia en base a datos suministrados por Estados Financieros Intermedios por el período de seis meses finalizado el 30 de junio de 2014 (Longvie S.A.). Reseña Informativa. 4. Datos Estadísticos (En unidades físicas). Pág.38.	
XIV	COEFICIENTE DE CORRELACIÓN ANUAL – LONGVIE S.A.	73
	Fuente: Elaboración propia en base a datos de precios históricos de la especie LONG y del tipo de cambio peso/dólar, obtenidos de la página web de Puente Hnos. y de información estadística del BCRA respectivamente.	
XV	SINTESIS DEL ESTADO DE RESULTADOS INTEGRAL DEL	78

GRUPO MIRGOR – PRIMER TRIMESTRE DE 2014.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados Condensados por el período intermedio de tres meses iniciado el 1° de enero de 2014 y finalizado el 31 de Marzo de 2014, juntamente con el Informe sobre Revisión de Período Intermedio y de la Comisión Fiscalizadora. MIRGOR SA.C.I.F.I. Y A. Disponible en la página web de la Comisión Nacional de Valores el 28/09/2014.

XVI SINTESIS DEL ESTADO CONSOLIDADO DEL RESULTADO INTEGRAL DEL GRUPO MIRGOR – PRIMER SEMESTRE DEL 2014. 80

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados Condensados por el período intermedio de seis meses iniciado el 1° de Enero y finalizado el 30 de Junio de 2014, juntamente con el Informe sobre Revisión de Período Intermedio y de la Comisión Fiscalizadora. Mirgor SA.C.I.F.I. Y A. Disponible en la página web de la Comisión Nacional de Valores el día 28/09/2014.

XVII ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS EN MONEDA EXTRANJERA – GRUPO MIRGOR. 81

Fuente: Estado Financieros Consolidado Condensados por el período intermedio de seis meses iniciado el 1° de Enero de 2014 y finalizado el 30 de Junio de 2014, juntamente con el informe sobre revisión de período intermedio y de la comisión fiscalizadora. Mirgor SACIFI y A. Nota 14.6. Activos y pasivos financieros consolidados en moneda extranjera. Pág.18. Disponible en la página web de la Comisión Nacional de Valores el día 28/09/2014.

XVIII COEFICIENTE DE CORRELACIÓN ANUAL – MIRGOR 86

Fuente: Elaboración propia en base a datos de precios históricos de la especie MIRG y del tipo de cambio peso/dólar, obtenidos de la página web de Puente Hnos. y de información estadística del BCRA respectivamente.

XIX COTIZACIÓN DEL DÓLAR (10/12/2007 – 30/06/2014). 101

Fuente: www.bcra.gov.ar

XX VALOR ÍNDICE Merval (10/12/2007 – 30/06/2014). 114

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cotizaciones de Índices de Puente Hermanos. Link de Internet: www.puentenet.com/puente/researchAction!exportar.action disponible el 01/11/2014.

XXI VALOR INDICE BURCAP (10/12/2007 – 30/06/2014). 127

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cotizaciones de Índices de Puente Hermanos. Link de Internet: <https://www.puentenet.com/puente/researchAction!exportar.action> disponible el 01/11/2014.

ÍNDICE DE GRÁFICOS

<u>Gráfico</u> <u>No. :</u>	<u>Título</u> – <u>Fuente</u>	<u>Página</u>
I	COTIZACIÓN DEL DÓLAR. Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos obtenidos del sitio web del Banco Central de la República Argentina: www.bcra.gov.ar .	18
II	VALOR MERVAL. Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cotizaciones de Índices de Puente Hermanos. Link de Internet: www.puentenet.com/puente/researchAction!exportar.action disponible el 01/11/2014.	25
III	VALOR BURCAP. Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cotizaciones de Índices de Puente Hermanos. Link de Internet: https://www.puentenet.com/puente/researchAction!exportar.action disponible el 01/11/2014.	26
IV	RELACION DEL TIPO DE CAMBIO Y EL PRECIO DE LA ACCION TENARIS S.A. Fuente: Elaboración propia en base a valores diarios del tipo de cambio y valor del precio de la especie TS en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires para el período Enero de 2014 extraída de la página web: Puente Hnos.	44
V	COTIZACIÓN DE ACCIONES DE CRESUD S.A. Fuente: Elaboración propia en base a valores históricos diarios de la cotización de la especie Cres disponible en la página web de Puente Hnos el 01/11/2014.	53
VI	TIPO DE CAMBIO – PRECIO DE LA ACCION LONGVIE S.A.	71

Fuente: Elaboración propia en base a valores históricos diarios de la cotización de la especie Long disponible en la página web de Puente Hnos. el 01/11/2014.

VII TIPO DE CAMBIO – PRECIO DE LA ACCIÓN MIRGOR SACIFIA. 84
Fuente: Elaboración propia en base a valores históricos semanales de la cotización de la especie Mirg disponible en la página web de Puente Hnos. el 28/09/2014.

1. RESUMEN DEL TRABAJO

La suba del tipo de cambio no es algo nuevo en la historia de nuestro país, ya que se han visto ciclos económicos de los cuales sobrevivieron grandes devaluaciones originadas por Crisis Comerciales o Financieras. Si nos remitimos a la última década, y luego de la gran devaluación del 2002, se vienen sucediendo devaluaciones cada vez menos shockeantes pero sí más duraderas, con lo que hoy un proceso devaluatorio, es un proceso que se genera en el tiempo y no de un día para el otro, donde devaluaciones sucesivas hacen que el peso se deteriore muy levemente pero día a día. Un exabrupto a esta constante sucedió en Enero de 2014 cuando el dólar se encareció un 23% originado por cuestiones comerciales y financieras.

En el presente trabajo se investigará si el valor de una empresa representado en las acciones que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires, se ve afectado por el hecho de una devaluación y en caso de ser así, cómo y con qué intensidad le repercute.

Se comenzará definiendo a la devaluación como el hecho que se da cuando disminuye el valor de la moneda local con respecto al dólar, lo que significa que se necesitan más pesos para cambiarlos por la misma cantidad de dólares estadounidenses.

Luego, se mencionará el marco normativo para la preparación de los Estados Contables como lo son las Resoluciones Técnicas de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (RT 17 y RT 26) y las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC 21), para investigar cómo incide la variación en el tipo de cambio a nivel general en los Estados Contables, ya que es una aproximación a cómo afecta en la empresa una devaluación, originando cambios en sus resultados y en el flujo de fondos.

De aquí surgen las llamadas diferencias de cambio, que como bien lo define la Norma Internacional “es la que surge al convertir un determinado número de unidades de una moneda a otra, utilizando tipos de cambio diferentes” (5.11), y es lo que nos va a interesar en el análisis de los estados contables.

Una vez explicada la implicancia de las diferencias de cambio, nos adentraremos en la valuación de empresas y en algunos métodos utilizados para ello. En donde, se concluye que todos, en última instancia, valúan empresas o acciones de las mismas (siendo estas últimas una representación fraccionada del capital social), de acuerdo a los dividendos que generará la compañía; ya que al inversor le interesa el retorno de su inversión. Entonces, cuando compra una acción o una empresa, el valor de la misma dependerá del flujo de fondos proyectado disponible para los accionistas, ya que muy poco atractivo es invertir en una compañía que no le va a reintegrar dinero.

Antes de la investigación propiamente dicha, se recurrirá a una breve explicación de conceptos estadísticos, entre los que se destacan la covarianza y el coeficiente de correlación que nos permitirán enfocar desde otra perspectiva, la mirada y el análisis, enriqueciendo las conclusiones y lo investigado en los Estados Contables. El primer concepto aparece en la presencia de dos variables dependientes, y su signo positivo o negativo, denota la relación directa o inversa entre ambas. A su vez, el coeficiente de correlación, indica qué tan fuerte es esa relación. Esto nos va a permitir

adentrarnos en la relación entre las variables precio de la acción y tipo de cambio, pero desde el punto de vista de la intensidad o medida de su relación.

Luego, se estudiará lo propio al Índice Merval y al Burcap, siendo ellos los índices representativos de acciones más populares de Argentina. Cabe aclarar que se componen de las mismas especies de acciones pero diferenciadas en la ponderación.

Veremos que en un análisis denominado de mediano plazo, comprendido entre el 10 de Diciembre de 2007 y el 30 de Junio de 2014, el coeficiente de correlación del Merval es de -0,088 y del Burcap de -0,07 indicando que ambos índices presentan una relación débil e inversa en relación con el tipo de cambio. Luego en el corto plazo, se descubre que en el mes de enero de 2014, el tipo de cambio incidió con más fuerza en el precio de las acciones componentes de los índices referidos; y en un período cuatrimestral (01/11/2013 a 28/02/2014), la correlación comienza a mermar, perdiendo fuerza y dando lugar a otros factores que también inciden en el valor de los mismos.

Llamado la atención, por la diferencia de volatilidad y del valor de los coeficientes de correlación para ambos Índices, y siendo que su composición sólo varía en la ponderación de sus componentes, se proceden a analizar empresas y grupos económicos en forma individual. Es así, que continuamos con el análisis de firmas tales como Tenaris SA, Cresud S.A, IRSA (Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima), Longvie SA y Mirgor SACIFIA. Que luego de una breve reseña histórica y una mención de los últimos hechos relevantes, se analizarán los Estados Contables de las mismas, en el período trimestral y en algunos casos también en períodos semestrales, que abarcan la fuerte devaluación de Enero de 2014, y comparativo con iguales períodos del año anterior. En este punto, el enfoque estará perfilado hacia las diferencias de cambio referenciadas y explicadas en el marco normativo, haciendo algunas referencias a composiciones de Activos y Pasivos que originaron los resultados.

Por último, de cada firma se analiza el coeficiente de correlación en un mediano plazo, aquí la firma Tenaris SA presenta el coeficiente de correlación de -0,021091, Cresud SA una correlación de -0,050715, IRSA una de -0,023665, Longvie SA una de -0,002845 y Mirgor SACIFIA una de -0,105951. Los valores muy cercanos a 0 (cero) dan cuenta de la debilidad de la influencia, y el signo negativo denota la relación inversa.

Luego, en el corto plazo, se muestra que esa relación se fortalece cuando dentro del período analizado sobreviene una fuerte devaluación con las características de la sufrida en Enero de 2014, tornando la debilidad del mediano plazo a una relación moderada a fuerte en la situación descrita.

Es así, que llegamos a las siguientes conclusiones generales:

1. La devaluación ejerce influencia en el valor de la empresa.
2. Hay otros factores que ejercen influencia.
3. La devaluación no afecta a todas las empresas de la misma manera.

4. En el mediano a largo plazo, la influencia de la devaluación en el precio de la acción y por consiguiente, en el valor de una empresa, es débil e inversa, habiendo otros factores que asumen importancia y lo determinan. Pero el hecho de que sea muy débil en el mediano plazo no significa que tal relación sea inexistente.
5. En el corto plazo la influencia es débil siendo la inflación previsible, leve y constante, en el marco de un “proceso devaluatorio” tal como lo definimos precedentemente. Y es moderada a fuerte cuando se acelera el aumento del tipo de cambio de una forma tal que irrumpe con un salto extraordinario al proceso que venía siguiendo, como en el mes de enero de 2014.

Siendo las variaciones en el tipo del cambio un tema de la coyuntura actual, que a su vez, sentimos que nos toca en la economía doméstica, los invito a adentrarse a este trabajo para conocer más acabadamente las consecuencias en las firmas que actúan en el mercado local.

2. INTRODUCCIÓN AL TEMA

El valor de las acciones se ve afectado por distintas variables. Se encuentran las internas, relacionadas con características propias de la empresa como ser sus Estados Contables, principalmente sus resultados, su nivel de ventas, rentabilidad, el flujo de fondos para sus accionistas, su administración y proyectos de inversión, entre otras; y variables externas, como ser características del mercado, la competitividad, la coyuntura económica de la región donde realiza sus actividades, tasa de interés, la inseguridad jurídica actual, las regulaciones a su actividad, acontecimientos políticos, monetarios y económicos que no afectan a todas las compañías por igual, generalmente inciden en un conjunto amplio de empresas o industrias, y rara vez sólo en una en particular.

En principio, se reflejan en el valor de las acciones por la percepción de los inversores sobre los escenarios futuros que creen y esperan darse en razón de la coyuntura del momento, y sobre el flujo de fondos esperado en base a los nuevos conocimientos.

En el presente trabajo se investigará si el valor de una empresa representado en las acciones que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires, se ve afectado por el hecho de una devaluación y en caso de ser así, cómo le repercute.

Pero cabe aclarar que no hay que descartar las otras variables, aspectos y condiciones que influyen en el valor de la compañía, pero cuyo análisis escapa a los objetivos de este trabajo, y es de consideración para futuras investigaciones.

Es destacable el desarrollo de este tópico por ser un hecho muy resonante en la coyuntura económica, con visibles efectos desde la economía doméstica, el sector público y privado

La suba del tipo de cambio no es algo nuevo en la historia de nuestro país, ya que se han visto ciclos económicos de los cuales sobrevinieron grandes devaluaciones.

En los últimos 60 años es posible descubrir, entre otras menos significativas, seis grandes devaluaciones cuyas consecuencias no fueron despreciables: caída del salario real, disminución de la actividad económica y suba del desempleo.

Un documento técnico del primer trimestre de 2012 llamado “Crisis de Divisas y Devaluación en Argentina: una perspectiva histórica”, elaborado por Esteban Bertuccio, Juan Manuel Telechea y Pablo Wahren, en el Ministerio de Economía, logra identificar las causas que originaron esas seis devaluaciones y a partir de ahí agruparlas originando la siguiente división: Devaluaciones por Crisis Comerciales y Devaluaciones por Crisis Financieras.

Las primeras se encuentran ligadas a Crisis en el Comercio Exterior, donde faltan divisas para afrontar la creciente demanda de importaciones de bienes intermedios y de capital, siendo que las exportaciones primarias no acompañan ese crecimiento y se mantienen más o menos estables.

Entre ellas se destacan:

* la de Octubre de 1958, donde el gobierno de Arturo Frondizi devaluó un 68,2%, y la inflación llegó al 113,7% anual.

*la de Abril de 1962, donde el Ministro de Economía Federico Pinedo liberó el mercado de cambios y una sucesión de fuertes devaluaciones mensuales representó un 64.5% anual.

*la de Junio de 1975, donde el Ministro de Economía Celestino Rodrigo devaluó en un 99,3% la moneda local, con el argumento de aumentar la competitividad de la producción nacional, quería en última instancia aumentar las exportaciones y retroceder las importaciones. Pero a su vez, liberó precios lo que originó una gran inflación, aumentó tarifas, y el salario nominal aumentó en menor medida que los demás conceptos originando una reducción del salario real. Tras reiteradas devaluaciones y después de nueve meses de la primera, la suba del tipo de cambio nominal fue de 873,7%.

En cambio, las Devaluaciones por Crisis Financieras se caracterizan por una apertura de la cuenta capital y un elevado endeudamiento público con agentes del exterior (comúnmente conocido como endeudamiento externo), donde los pagos de servicios de la deuda representaron el principal factor de desequilibrio externo.

Entre las devaluaciones se destacan:

*Abril de 1981. Tras un año de déficit comercial de 3.259 millones de dólares originado por el atraso cambiario y una apertura comercial sin restricciones, más una fuerte fuga de capitales y una deuda pública y privada en constante aumento, el Ministro de Economía, Lorenzo Sigaut, generó fuertes devaluaciones que hicieron terminar el año con un aumento del tipo de cambio nominal de 225,8%.

*Febrero de 1989. Sólo en ese mes se devaluó un 61,1% la moneda local con respecto al dólar. Este ajuste en un contexto de inercia inflacionaria, alto endeudamiento, prácticas indexatorias y sucesivas devaluaciones originaron una hiperinflación de 3.079% y una devaluación que se multiplicó 79,25 veces, ya que el austral comenzó valiendo 24,3 pesos por dólar y al cierre la paridad era de 1950 pesos por dólar.

*Enero de 2002. Hubo una devaluación de 241% en el primer trimestre del año tras el estallido de la convertibilidad donde no se devaluaba ni tampoco suspendía el pago de la deuda.

Si nos remitimos a la última década, y luego de la devaluación del 2002, se vienen sucediendo devaluaciones cada vez menos shockeantes pero sí más duraderas, con lo que hoy un proceso devaluatorio, es un proceso que se genera en el tiempo y no de un día para el otro, donde devaluaciones sucesivas hacen que el peso se deteriore día a día.

Un exabrupto a esta constante sucedió en Enero de 2014 cuando el dólar se encareció un 23% originado por cuestiones comerciales y financieras: aumento de importaciones, principalmente originadas por la pérdida del autoabastecimiento energético con lo que se empezó a comprar en cantidad más combustibles; giro de utilidades de empresas multinacionales hacia sus casas matrices; el pago de la deuda (capital más intereses) con reservas, y aumento del ahorro en dólares de la gente ya que

empezó a atesorar en grandes cantidades a pesar de las restricciones que impone el gobierno de turno para hacerlo.

Además de los efectos políticos y sociales, la pérdida de valor del peso con respecto al dólar hace que las empresas importadoras sientan no poder afrontar sus pagos, que las exportadoras se vean beneficiadas relativamente, que el consumidor se vea afectado con la paralela inflación, y que la economía no acompañe para una generación de créditos productivos. A su vez, menos inversores ven con buenos ojos un país en recesión, con inseguridad jurídica, con trabas aduaneras y a la repatriación de capitales, y un país que no genera las condiciones para el progreso.

En este escenario, la devaluación afectaría al valor de las empresas; los inversores actuales y potenciales, además de la recompensa en dividendos, buscan un incremento del valor de las tenencias accionarias o participativas, con lo cual la compañía tiene que no sólo afrontar la competencia interna y externa, sortear los vaivenes del mercado, y condicionamientos de la política económica, captar y aprovechar las oportunidades que se les presenten, y tener proyectos de inversión prometedores de rentabilidad que capten inversores por ejemplo vía emisión de acciones o emisión de obligaciones negociables, sino que también debería tener una gestión que no deje de percibir cómo afecta la devaluación y la política monetaria y cambiaria en el valor de la compañía.

Pero la devaluación que genera un escenario particular, influye para que este proceso de inversión-financiación se dé de la mejor manera. Dependiendo de cómo repercute el proceso devaluatorio en cada industria y en cada firma en particular, se ve afectada la valuación de las empresas y así como también la evaluación y valuación que hacen los inversores de las compañías y el financiamiento de las mismas.

3. DESARROLLO DEL TRABAJO

3.1. Marco Teórico

3.1.1. Devaluación.

El presente trabajo no intenta dilucidar las causas de un proceso devaluatorio sino, sus consecuencias en el ámbito del valor de las acciones en una compañía que cotiza en Bolsa, haciendo extensible las conclusiones a aquellas que aún no participan en el mercado de valores. Para lo cual sólo se mencionará a efectos informativos lo que corresponde al título del apartado para una mejor comprensión de lo leído.

Según el diccionario de la Real Academia Española y como se puede visualizar en su página web, devaluar significa: “Rebajar el valor de una moneda o de otra cosa, depreciarla” (5.17.10.1). Y es en este caso, que la moneda local, el peso argentino, disminuye su valor con respecto a otra moneda. Esa otra moneda puede ser de cualquier país, pero comúnmente se relaciona la moneda local con una que tenga presencia en el mercado mundial y que a su vez sirva de referencia para otras monedas: el dólar estadounidense.

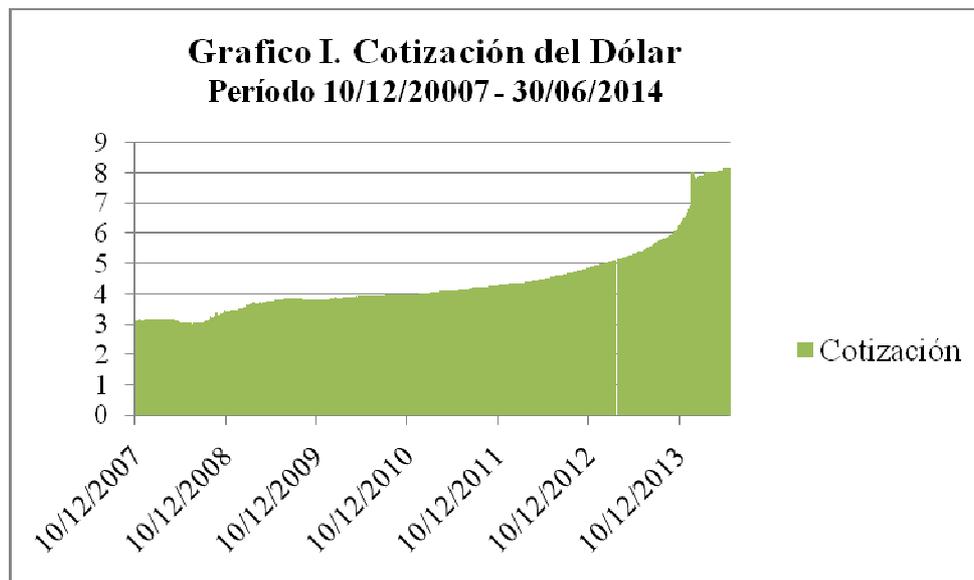
Por lo expuesto, la devaluación se da cuando disminuye el valor de la moneda local con respecto al dólar, lo que significa que se necesitan más pesos para cambiarlos por la misma cantidad de dólares estadounidenses.

Como cualquier bien, siendo el dinero uno de ellos, la oferta y la demanda de dólares lleva a que varíe el precio del mismo, es decir que se devalúe o se aprecie la moneda local con respecto a la extranjera. Entonces en un contexto de pérdida de divisas, o aumento en la demanda de moneda extranjera (dólar estadounidense), según el Licenciado en Economía Alfredo Zaiat, la justificación principal de una devaluación es el restablecimiento del equilibrio de la cuenta corriente (5.21.). Es decir, el tipo de cambio con respecto a una moneda externa, no variará si la demanda y la oferta de la misma se mantienen en equilibrio. Esta política, originaría una menor demanda de moneda extranjera, ya que ante la misma cantidad de pesos argentinos, se pueden adquirir menos dólares estadounidenses; y a su vez, disminuye las importaciones y con ello la demanda de dólares para adquirir bienes o servicios en el extranjero, dado el encarecimiento de los mismos al aumentar el valor de la moneda en la que están expresados. Por eso, comúnmente se dice que la devaluación mejora la competitividad de la industria nacional.

En el Anexo 6.1 se muestra los valores de la paridad peso-dólar en el período estudiado que comienza el 10/12/2007, fecha de cambio de Presidente en el Poder Ejecutivo Nacional, hasta el 30/06/2014, siendo ésta la fecha de corte del análisis en el segundo período presidencial de la Sra. Cristina Fernández de Kirchner.

En el gráfico elaborado en base a esos datos que se observa a continuación, se podrá notar que conviven pequeñas devaluaciones sucesivas, casi imperceptibles pero que analizadas en un mediano y más aún, en el largo plazo, toman

importancia. Asimismo se observa una devaluación más profunda comenzada en enero del 2014.



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos obtenidos del Banco Central de la República Argentina: www.bcra.gov.ar

3.1.2 Normas Contables.

El tratamiento contable de la variación en el tipo de cambio de una moneda local con respecto a otra extranjera, su expresión en los informes financieros y/o contables y el efecto en los resultados, se desarrollan en las Resoluciones Técnicas de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE) y en las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC).

No se pretende desarrollar los pormenores de ambas normas ya que no es objeto de este trabajo, pero sí la implicancia de la variación en el tipo de cambio a nivel general en los Estados Contables, ya que es una aproximación a cómo afecta en la empresa una devaluación, originando cambios en sus resultados y en el flujo de fondos, por ejemplo, cuando se origine un monto mayor en pesos a pagar en caso de un pasivo nominado en dólares estadounidenses, o un mayor monto en pesos a cobrar en caso de un crédito o un mayor valor en pesos en caso de un activo cuya moneda de origen es una moneda extranjera; aspectos importantes a la hora de proyectar los flujos de fondos de una empresa y a partir de ahí valorar la misma.

La Resolución Técnica N°26 adopta las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para todas aquellas empresas que hagan oferta pública de sus acciones u obligaciones negociables, comprendidas en la Ley 17.811 o también a aquellas empresas que hayan solicitado autorización para estar incluidas en el régimen de oferta pública. Siendo de aplicación las Resoluciones Técnicas, para aquellas no comprendidas en el mencionado régimen de oferta pública.

De la Resolución Técnica N°17 se desprende que siendo la moneda de expresión de la información financiera y contable, la moneda argentina, aquellas compras, ventas, cobros, pagos, y saldos cuya moneda de origen sea la moneda extranjera, se deben convertir a moneda argentina: en el momento de la transacción, utilizando el tipo de cambio de esa fecha; y en el momento de la presentación de los Estados Contables, al tipo de cambio de la fecha de cierre del período. Dando lugar así, a diferencias de cambio por la valuación a moneda argentina de una transacción o saldo patrimonial, en la fecha de incorporación al patrimonio o fecha de transacción y luego en la fecha de cierre de los estados contables, siempre que la moneda de origen sea la moneda extranjera (5.16.).

Del mismo modo la NIC 21, con muchas similitudes y algunas diferencias, no quita la esencia de lo redactado en la RT 17. La norma internacional, de igual modo, indica que en el momento de una transacción que se denomina o exige su liquidación en moneda extranjera, hay que expresarla en moneda funcional (moneda del entorno económico principal en donde actúa la empresa), aplicando el tipo de cambio en la fecha de la transacción, al importe expresado en moneda extranjera.

Luego, las partidas monetarias (que incluye al dinero en efectivo, y a los activos y pasivos que se van a recibir o pagar, ya sea una cantidad fija o una cantidad determinable en unidades monetarias), son las que originan las mencionadas diferencias de cambio en el momento de liquidarse o al cierre del ejercicio (fecha del balance) al convertirlas al tipo de cambio de cierre siendo éste distinto al utilizado en el momento de su incorporación al patrimonio o valoración anterior (cuando ingresa al patrimonio en ejercicios económicos anteriores). Por el otro lado, las partidas no monetarias, pueden generar diferencias de cambio cuando se revalorizan.

Lo importante es destacar que las partidas monetarias (excepto la que formen parte de un negocio extranjero de la entidad, que tienen un tratamiento especial al igual que las partidas no monetarias), originan diferencias de cambio que se reflejan en el resultado del ejercicio.

De los párrafos precedentes, surge el concepto de diferencia de cambio que como bien lo define la Norma Internacional “es la que surge al convertir un determinado número de unidades de una moneda a otra, utilizando tipos de cambio diferentes” (5.11).

La misma se incorpora en el resultado del ejercicio como un resultado positivo o negativo, dependiendo de su origen. Con dos efectos a considerar:

- 1) Al modificar el resultado neto, cambia el valor de la distribución de dividendos para aquellas empresas basadas en este dato para distribuir utilidades.
- 2) Dependiendo del origen de la diferencia de cambio, implica un mayor monto en pesos a pagar, si es por un pasivo en moneda extranjera, o un mayor monto a cobrar en pesos, si es por un crédito en moneda extranjera. Esto impacta en la proyección del flujo de fondos de la compañía.

Siendo más descriptivo, y teniendo en cuenta los dos efectos citados, un activo en moneda extranjera en primer lugar afecta positivamente en el resultado del

ejercicio, teniendo una mayor base para distribuir utilidades en caso de empresas que se guían por este dato. Y en segundo lugar, la operación refleja que en el momento en que se liquide el activo (por. ej. se cobre un el crédito nominado en moneda extranjera), la empresa estaría recibiendo el equivalente a una mayor cantidad de pesos argentinos, con lo que impacta favorablemente en el flujo de fondos proyectado.

Ahora bien, en el caso donde se ha tomado y conservado un pasivo nominado en dólares estadounidenses, se genera una pérdida por diferencia de cambio (el resultado del ejercicio disminuye), reduciendo así el monto a distribuir como dividendos, y destinando una mayor cantidad de pesos para adquirir la misma cantidad de dólares para cancelar la operación, reflejando un menor flujo de fondos en el futuro: tanto para la empresa, como para el inversor.

Pero lo habitual es encontrar casos en donde se presenten tanto activos como pasivos nominados en moneda extranjera simultáneamente. Aquí el resultado neto por diferencia de cambio, ya sea positivo o negativo, dependerá del momento en que se originen las transacciones que den lugar a la incorporación del activo y/o del pasivo, y en qué medida el activo nominado en moneda extranjera supera al pasivo nominado en dicha moneda, o viceversa.

Lo importante es que ambos efectos, inciden en el valor de la empresa, ya que desde el punto de vista del inversor interesa el recupero de la inversión, es decir, el flujo de fondos que recibirá.

3.1.3. Valuación de Empresas.

Sólo para mencionar algunos métodos, se concluye que todos en última instancia valúan empresas o acciones de las mismas (siendo estas últimas una representación fraccionada del capital social), de acuerdo a los dividendos que generará la compañía; ya que al inversor le interesa el retorno de su inversión, entonces cuando compra una acción o una empresa, el valor de la misma dependerá del flujo de fondos proyectado disponible para los accionistas, ya que muy poco atractivo es invertir en una compañía que no le va a reintegrar dinero. Igualmente si bien se da el caso de que alguna compañía no pague dividendos, no quiere decir que nunca los pague, sino que actualmente no los está pagando, pero sí en el futuro. Es así que la normativa mencionada se vuelve importante, ya que el tratamiento que se le da a las partidas liquidadas en moneda extranjera puede modificar en forma significativa este flujo de fondos proyectado.

No es objeto de este trabajo interiorizarnos al máximo sobre los métodos de valuación, sino el efecto de la devaluación sobre el valor de las acciones de empresas que cotizan en Bolsa de Valores, pero se mencionará que generalmente la valuación de acciones de una empresa no cotizante en Bolsa se hace de dos maneras:

- 1) Teniendo en cuenta los dividendos que distribuyen, para lo cual se calcula el valor actual de los flujos de fondos en dividendos que generan.
- 2) Aplicando el criterio de valuación relativa. En pocas palabras, se buscan empresas comparables, de similares características y riesgos, y tras una

comparación con sus principales múltiplos, se extrapola la interpretación que hace el mercado sobre la empresa comparable y se obtiene el valor de la empresa en cuestión.

Dichos métodos no son excluyentes para las mencionadas empresas, sino que son aplicables también a aquellas que cotizan en Bolsa, sólo que la valuación relativa es innecesaria por la información que se dispone de la compañía y puede ser utilizada como un método de comparación para informarse si una empresa está sobre o sub valuada en comparación con otras comparables.

Para la valuación de empresas cotizantes se consideran los dividendos futuros que reciben los accionistas, siendo el valor de la compañía el valor actual de dichos dividendos descontados a la tasa requerida por los inversores. En palabras de Stephen A. Ross y otros, “el precio actual de las acciones puede escribirse como el valor presente de los dividendos que empiezan a generarse dentro de un período y que continúan para siempre.” (5.13.)

Para lo cual se mencionan tres casos simplificados acerca de los dividendos futuros:

1) El dividendo tiene una tasa de crecimiento de cero. Aquí el dividendo es siempre del mismo importe, construyendo una anualidad cuya fórmula matemática es la siguiente:

$$\text{Precio} = \text{Dividendo (D)} / \text{Rendimiento Requerido por los accionistas (R)}$$

2) El dividendo aumenta a una tasa constante. La política de dividendos decidirá el crecimiento de los mismos basada en el accionar de la empresa en cuestión. En un contexto de crecimiento constante del flujo de fondos a recibir por parte del accionista, la expresión matemática resulta una perpetuidad creciente:

$$\text{Precio} = (\text{Último Dividendo pagado} \times (1 + g)) / (R - g)$$

Siendo g , la tasa de crecimiento de los dividendos.

En este caso, el dividendo aumenta en forma constante y el precio de la acción también se comporta de igual manera.

3) El dividendo crece a una tasa constante después de algún tiempo. Lo más común es encontrar situaciones donde la empresa tiene tasas de crecimiento superiores a la normal por un cierto número de años, pero luego, en una etapa madura, se regula y empieza a crecer a una tasa que se puede suponer constante. Lo esencial en el análisis es que siempre, el valor de la acción será el valor presente de los flujos de fondos que reciban los accionistas en el futuro.

Cabe aclarar que se está hablando del valor de acciones comunes, ya que en aquellas preferentes, sus tenedores reciben un dividendo estipulado (fijo), y su privilegio radica también en que deben recibirlo antes de distribuir los dividendos de los accionistas comunes. Algunos dividendos son acumulativos cuando la empresa no puede afrontar el pago del mismo (en este caso, tampoco cobran los accionistas

comunes), siendo cobrado en el futuro junto a futuras distribuciones de resultados. Lo esencial en este tipo de acciones es que se sabe con certeza el flujo de efectivo que generan en el futuro, por lo cual su valuación es muy sencilla. En cambio, las acciones comunes u ordinarias, no garantizan el importe a cobrar en concepto de dividendos, siendo posible no recibirlo en una cierta cantidad de períodos y en otros sí.

Luego de lo expuesto, y volviendo al origen de la cuestión, y tal como lo entiende Stephen A. Ross y otros, el resultado después de impuestos sirve de base para el pago de dividendos (5.14) por lo cual los conceptos como las diferencias de cambio pueden impactar positiva o negativamente en los mismos y así en el valor de la empresa. Siendo este último, y en última instancia, el valor actual de los flujos de fondos para los accionistas, si necesito mas pesos argentinos para pagar un pasivo nominado en moneda extranjera o si cobraría el equivalente a mas pesos argentinos por un crédito nominado en dicha moneda, el mismo me influye en el resultado del ejercicio, y por ende en el flujo de fondos futuros que reciben los accionistas vía dividendos.

Luego, se mencionarán dos enfoques de la valuación por flujo de fondos: Equity Valuation y Firm Valuation. Cabe mencionar que la valuación por flujo de fondos implica estimar el valor de una compañía, en base al flujo de fondos que genera y suponiendo la distribución del mismo a sus accionistas o dueños.

El enfoque de Equity Valuation, estima el valor del equity en base al flujo de fondos residual luego de haber pagado todos los gastos, obligaciones impositivas, intereses y amortizaciones de capital, y descontado a la tasa de retorno requerida por los accionistas de la empresa.

El enfoque de Firm Valuation, estima el valor de la compañía en base al flujo de fondos generado por los activos (cash flow operativo). Y se reconocen tres variantes:

1) Capital cash Flow. Partiendo del flujo de fondos operativo, se le restan los impuestos reales originando un flujo de fondos que se descuenta por una tasa que refleje el retorno esperado por los activos. A ese valor actual de la firma se le restará el valor actual de la deuda para obtener el valor de las tenencias accionarias (equity).

2) Free Cash Flow. Al flujo de fondos operativo se le restan impuestos hipotéticos, que descontado al WACC (7.1.) permite obtener el valor de la compañía. Monto al que restado por el valor de la deuda se obtiene el valor de las tenencias accionarias (equity).

3) Adjusted Present Value. Se asemeja al caso anterior, pero esta vez lo descuenta por la tasa de retorno esperado sobre activos, valor actual al que se suma al escudo impositivo que generan los intereses descontados al costo de la deuda. Dicho importe menos el valor de la deuda genera como resultado la valuación del equity o patrimonio neto, es decir, de las tenencias accionarias.

3.1.4. Valor de las Acciones.

Al igual que un mercado de mercancías, el concepto no cambia para un mercado de capitales o también conocido como bolsa de valores, siendo el lugar donde se encuentran oferentes y demandantes, el lugar donde se compran y venden los bienes, en este caso particular: acciones de empresas.

Así como un mayorista le vende al comerciante quien luego revende esa mercadería, en el mercado de capitales existe un mercado primario y uno secundario, donde aquí no está determinado quien actúa como “intermediario” entre los primeros y los últimos. En el mercado primario se venden acciones de capital por primera vez a los inversionistas, es decir son nuevas emisiones, nuevas acciones que entran en circulación. Aquí la compañía se financia emitiendo acciones, ampliando su capital e incorporando nuevos socios. En cambio, en el mercado secundario, esas acciones adquiridas previamente a la empresa emisora, se negocian entre los inversores, es decir, se compra y se vende la misma acción entre los distintos inversores.

Esa acción, puede variar de precio o valor en el tiempo, y es lo que hace que algunos inversionistas ganen o pierdan dinero. Sí, la misma acción, el mismo bien, puede variar su precio en el transcurso del año, incluso en el mismo día y muchas veces (valor intradiario). Esto ocurre, porque constantemente surge nueva información sobre los negocios y las empresas que hacen variar los flujos de fondos disponibles para los accionistas y así también el precio de las acciones, es decir, los inversionistas reevalúan constantemente el valor de las mismas.

En un mercado eficiente, los precios de las acciones o cualquier título valor se modifican rápidamente al darse a conocer una nueva información. En un mercado eficiente la información, ya sea pública o privada, se conoce, y hace variar los precios, es decir, existe un ajuste de precios por cada hecho o dato nuevo, y ese precio refleja el verdadero valor del activo o acción. El precio actual, es el precio justo en base a la información disponible porque la refleja en su totalidad.

En un mercado de estas características, no existe una ganancia al comprar, ni una ganancia por vender, ya que los precios reflejan el valor real del activo en ese momento. Entonces el Valor presente Neto de la inversión es igual a cero, ya que con la compra en sí misma no se espera ganar, luego, el precio se modifica a la luz de posteriores acontecimientos.

Pero hay mercados que son menos eficientes, donde tarda en reflejarse la información en el precio de las acciones. Esto generalmente ocurre porque no se brinda inmediatamente toda la información o se oculta parte de ella o también porque puede no ser correctamente interpretada desde un primer momento. En un mercado con eficiencia semifuerte se utiliza la información pública pero no la privada total, ya que si bien hay información privada que manejan los analistas especializados, hay información confidencial que la empresa no da a conocer. En un mercado con eficiencia débil, directamente no está disponible toda la información de la empresa; los precios varían con rapidez siendo impredecible el precio futuro a corto plazo, y reflejando en un nivel mínimo los precios históricos de las acciones. Por ello, se utiliza el Análisis Técnico para analizar acciones detectando empresas sobre y sub valuadas y analizando tendencias de precios.

Por lo antes dicho, y teniendo en cuenta que en el común de los casos, existe un mercado que no es fuertemente eficiente, donde el precio de las acciones no refleja en forma instantánea la nueva información, se suelen encontrar en el comportamiento de los precios una reacción demorada o una sobreacción como lo denominan Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield y Bradford D. Jordan (5.15.). En el primer caso, el precio se ajusta en forma parcial a la nueva información y transcurre un tiempo para que la refleje en forma completa. Es decir, no se cree en la información en un 100%, es un ver para creer. En el segundo caso, los inversionistas sobrevaloran la información, originando un ajuste excesivo, produciendo que el precio aumente o disminuya más de lo debido, y posteriormente se corrige.

Pero el mercado tiende a la eficiencia, ya que cuando existen empresas subvaluadas, los inversores que las detectan, compran (aumenta la demanda), lo cual hace aumentar el precio de la acción tendiendo a su valor real. Caso contrario, cuando detectan una empresa sobrevaluada, los inversores venden (aumenta la oferta), con lo que producen una disminución en el precio, tendiendo también a su valor real. En ambos casos entra en equilibrio con el valor global del mercado. En este proceso, las acciones mal valuadas tienden a reducirse, ya sea porque inversores o analistas de empresas dan información, o compran o venden haciendo variar el precio de la misma hasta que se asuma su precio de equilibrio y justo.

Resulta necesario comentar en el presente apartado, que una forma de estudiar un conjunto de acciones que cotizan en bolsa, es a través de índices que agrupan distintas acciones / empresas en base a un criterio definido, donde cada una tiene su peso relativo, y su valor refleja el comportamiento general de las acciones que lo contienen.

El Merval es el más popular en Argentina, y para el segundo trimestre de 2014 estaba compuesto por 13 empresas cuyas acciones reciben el nombre de especies, siendo la ponderación para cada una de ellas, la siguiente:

CUADRO N° I **Especies componentes del Merval** (Segundo trimestre de 2014)

Orden	Especie	Ponderación
1	YPFD (YPF S.A.)	17,063
2	GGAL (Grupo Financiero Galicia S.A.)	14,668
3	TS (Tenaris S.A.)	10,790
4	PAMP (Pampa Energía)	10,426
5	EDN (Edenor S.A.)	9,738
6	APBR (Petróleo Brasileiro)	6,310
7	ERAR (Siderar S.A.)	6,124
8	BMA (Banco Macro S.A.)	5,682
9	TECO2 (Telecom Argentina)	4,758
10	COME (Comercial del Plata S.A.)	4,372

11	FRAN (Banco Francés S.A.)	4,106
12	PESA (Petrobras Energía)	3,705
13	ALUA (Aluar S.A.)	2,257

Fuente: Bolsar.com (Link de Internet
<https://www.bolsar.com/VistasDL/PaginaIntradiarioIndice.aspx?Indice=MERVAL>,
disponible el 28/10/2014)

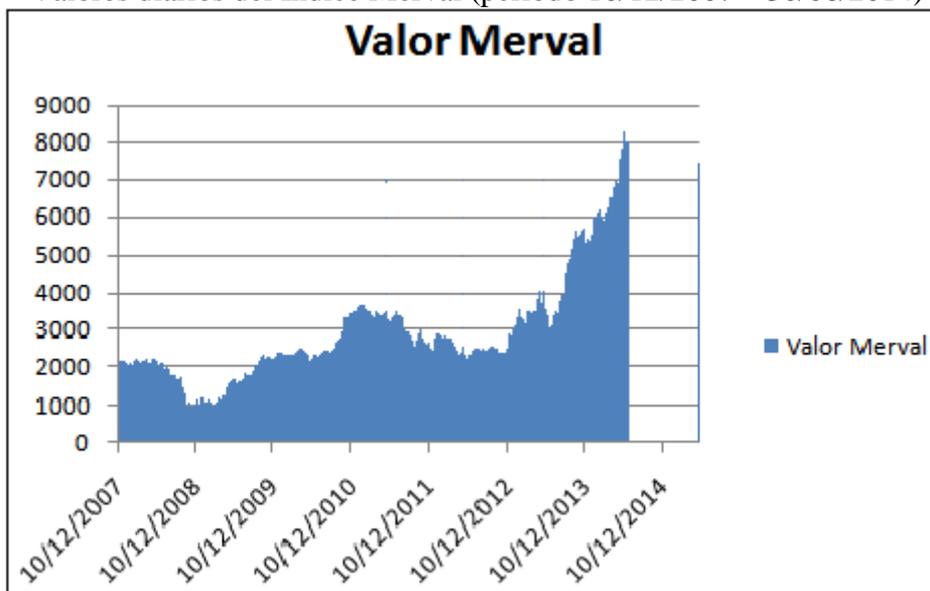
Mencionadas empresas se seleccionan de acuerdo a la participación en la cantidad de transacciones y en el volumen de operaciones (monto operado) en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, y la ponderación surge de un cálculo que contempla las dos variables. Es decir, este Índice representa a aquellas acciones con mayor liquidez del mercado.

Los valores que ha tomado el Merval en el período analizado comprendido entre el 10/12/2007 y el 30/06/2014 se muestran en el Anexo 6.2, cuyo gráfico es el siguiente:

GRAFICO II

Valor Merval

Valores diarios del Índice Merval (período 10/12/2007 – 30/06/2014)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cotizaciones de Índices de Puente Hermanos. Link de Internet:

www.puentenet.com/puente/researchAction!exportar.action disponible el 01/11/2014.

El índice muy utilizado en Argentina, es el Burcap, y está compuesto por las mismas empresas que conforman el Índice Merval, pero la ponderación de cada acción es proporcional a su valor de mercado en la fecha base, con lo cual representa a aquellas con mayor liquidez, pero de acuerdo a su valor de mercado. Con lo que para el segundo trimestre de 2014 la composición es la siguiente:

CUADRO N° II

Especies componentes del Burcap

(Segundo trimestre de 2014)

Orden	Especie	Ponderación
1	TECO2	25,340
2	TS	12,373
3	BMA	12,114
4	FRAN	11,273
5	ERAR	9,252
6	PESA	7,053
7	GGAL	6,424
8	ALUA	5,475
9	APBR	4,988
10	PAMP	2,765
11	EDN	1,475
12	COME	0,754
13	YPFD	0,713

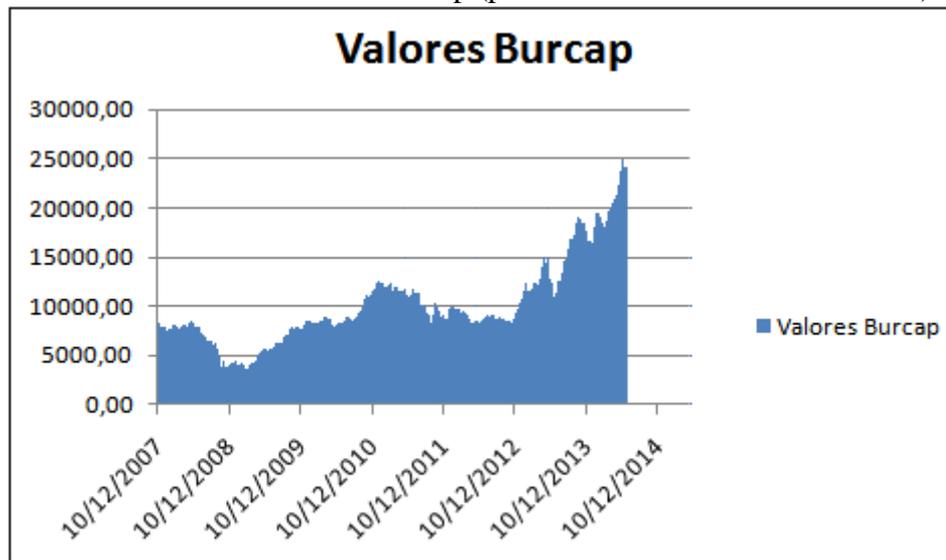
Fuente: www.bolsar.com (Link de Internet:
<https://www.bolsar.com/VistasDL/PaginaIntradiarioIndice.aspx?Indice=BURCAP>,
 disponible el 29/10/2014)

Los valores que ha tomado el índice en el período analizado se muestran en el Anexo 6.3, cuyo gráfico es el siguiente:

GRAFICO III

Valor Burcap

Valores diarios del Índice Burcap (período 10/12/2007 – 30/06/2014)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cotizaciones de Índices de Puente Hermanos. Link de Internet:
<https://www.puentenet.com/puente/researchAction!exportar.action> disponible el 01/11/2014.

3.1.5. Conceptos Estadísticos

El presente apartado pretende concluir con la trama de conocimientos que le da sentido a la investigación y generan el marco teórico en la que está contenida la misma.

Por ello, y para abordar el análisis desde una perspectiva estadística que nos permita relacionar las variables devaluación y precio de las acciones, logrando extraer conclusiones fundadas en los hechos, resulta necesario tener presente algunos conceptos propios de la estadística aplicada a las finanzas:

Esperanza Matemática o media:

También conocido como valor esperado, es un promedio ponderado donde el factor de ponderación es la probabilidad de ocurrencia.

Cuando se habla del precio de las acciones, cada valor que toma tiene la misma probabilidad de ocurrencia que los demás valores, teniendo cada uno la misma ponderación, el mismo peso relativo, y pudiendo obtener un promedio simple (suma de los valores divididos la cantidad de datos observados).

Varianza:

Es la suma de las dispersiones de los datos con respecto a su media, elevada al cuadrado y ponderada por su probabilidad de ocurrencia.

Su valor siempre es positivo y está expresado en unidades al cuadrado. En el caso de precio de acciones, se expresa en pesos al cuadrado, y es una medida de dispersión entre los valores que van tomando las acciones con respecto a su media.

Desvío estándar o coeficiente de dispersión:

Es la raíz cuadrada positiva de la varianza. Es una medida de dispersión expresada en la misma unidad que la variable aleatoria. En caso del precio de las acciones, está expresado en pesos, y por ejemplo un desvío estándar de 10 pesos, indicaría que es esperable que el valor de las acciones se encuentre en el valor de la media en más y en menos 10 pesos.

A más pequeño el valor del coeficiente de dispersión, mejor es la medida y menor el desvío. En el valor de las acciones, implica menor volatilidad de las mismas.

Covarianza:

Este concepto aparece cuando existe una distribución conjunta de probabilidades, es decir, la probabilidad de que se dé un escenario en que dos variables toman cierto valor. Cada valor/escenario de una variable se intercepta con cada valor/escenario de la otra variable formando pares ordenados, y a cada par se le asigna un valor de probabilidad.

Cuando esas variables aleatorias son dependientes aparece el estudio de la covarianza, cuyo valor puede ser positivo, negativo o cero, indicando la relación entre las variables.

Si es positivo, indica que si una variable aumenta su valor, la otra también aumentará; y si por el contrario disminuye, la otra también disminuirá.

Si es negativo, indica una relación inversa: si una variable aumenta, la otra disminuye; y si la primera disminuye, la segunda aumenta.

En palabras de James Mao, siendo X e Y dos variables aleatorias, “si X tiende a exceder su media siempre que Y excede la suya, la Covarianza (X, Y) será positiva. En cambio, si X tiende a descender por debajo de su media siempre que Y excede su media, la Covarianza (X, Y) será negativa. Por consiguiente, el signo de la Covarianza (X, Y) revela si X e Y varían directa o inversamente una en relación con otra” (5.8.). Párrafo de por medio, continúa: “ El hecho de que la Covarianza (X, Y) sea positiva indica que en promedio X e Y tienden a variar directamente uno con otro.”

Nótese que estamos diciendo, que la otra aumenta o disminuye dependiendo de lo que haya ocurrido con la primer variable, y no estamos diciendo en qué medida o con qué fuerza o frecuencia lo hace.

Por último, si la covarianza es igual a cero, indica que las variables no son dependientes, sino que son independientes, con lo que el valor de una variable puede aumentar o disminuir indistintamente del valor que tome la otra. Es decir, no se influyen.

Coefficiente de correlación lineal:

Este concepto responde al vacío planteado en el anteúltimo párrafo del texto de Covarianza. El coeficiente de correlación utiliza la covarianza y los desvíos estándares de las variables para relacionarlas, siendo una medida de correlación de las variables y de dispersión entre las mismas. Es decir, la covarianza le dará el signo, el cual establecerá a partir del análisis de la misma, la relación existente entre las variables, pero el añadido de los desvíos logra informarnos de la dispersión entre las variables. A su vez, el coeficiente puede tomar valores ente uno negativo y uno positivo, de acuerdo a la relación entre las variables y la frecuencia de la misma. Esto es:

Si el signo del coeficiente es mayor a cero, indica que si una variable aumenta o disminuye, la otra también correrá igual suerte; pero si es igual a uno, indica que siempre que la primera aumente o disminuya, la segunda también lo hará. En cambio, a medida que se aleje de uno y se acerque a cero, si bien en la mayoría de los casos o en el promedio, se comporta como la primera, puede disminuir la relación cada

vez con más frecuencia o repetir el mismo comportamiento pero cada vez con menos intensidad.

Caso contrario, si el signo del coeficiente es uno negativo, indica que si una variable aumenta la otra siempre disminuye, o viceversa. Si se aleja del uno negativo, la relación es menos fuerte. Es decir, en promedio, si una variable aumenta, la otra disminuye, pero se puede dar el caso de que en el algún caso aumente también o disminuya en menor intensidad.

Y es desde este enfoque que vamos a abordar la investigación, relacionando el valor de la paridad peso-dólar estadounidense con el valor de los índices mencionados y los valores de algunas acciones seleccionadas, además de buscar evidencia empírica que demuestre esta relación.

3.2. Metodología

Teniendo presente que el trabajo tiene por objetivo verificar y explicar cómo las sucesivas devaluaciones progresivas o bruscas afectan el valor de las acciones de las firmas cotizantes en Bolsa de Valores, este trabajo se propone:

- 1) Obtener una prueba empírica de la afectación o variación de las acciones en un grupo de empresas de Argentina cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- 2) Establecer un grado de afectación general de las devaluaciones sobre el valor de las acciones.

De acuerdo a los objetivos generales planteados, se establecen como objetivos específicos de este trabajo:

- Describir la paridad dólar-peso como también las variaciones del precio de cada acción con datos a partir del 10 de Diciembre de 2007 hasta el 30/06/2014, periodo presidencial de la Sra. Cristina Fernández de Kirchner.
- Correlacionar la variación en el precio de las acciones y la variación en la paridad peso-dólar.

Para lo cual se desarrolla una metodología no experimental de base, donde si bien no se controla la observación, se obtienen datos de precios de las acciones de distintas empresas cotizantes en la Bolsa, representando el valor de la compañía, y se lo vinculará a la paridad dólar-peso del momento, para que a través de un estudio explicativo, relacionar ambas variables, descubriendo si la segunda afecta a la primera.

Y por otro lado, se analizarán Estados Contables de empresas seleccionadas en busca de elementos que prueben la influencia de la devaluación en su contenido, y en el valor empresarial.

3.3. Análisis y Desarrollo

3.3.1. Comportamiento de Índices frente a una devaluación

En el presente apartado estudiaremos el comportamiento, ante un proceso devaluatorio, de los índices mencionados en el apartado 3.1.4 (Índices Merval y Burcap).

3.3.1.1. Comportamiento del Merval frente al aumento del tipo de cambio.

3.3.1.1.1. El Mediano Plazo (10/12/2007 – 30/06/2014)

Tal cual lo manifestado en la introducción, la última década se caracterizó por un proceso devaluatorio, en el cual el tipo de cambio fue fluctuando diariamente tal cual lo mostrado en el Anexo 6.1. A su vez, también vimos que en Enero de 2014 hubo una excepción a esta regla elevándose el tipo de cambio aproximadamente un 23% en dicho mes.

En el análisis de todo el período, comenzado en diciembre de 2007 y terminado en junio de 2014, asimilable a un mediano plazo para un inversor, la relación entre el Índice y el tipo de cambio arroja la siguiente matriz de Varianza y Covarianza:

MATRIZ DE VARIANZA-COVARIANZA		
	<i>Paridad</i>	<i>Merval</i>
<i>Paridad</i>	0,000010	-0,000006
<i>Merval</i>	-0,000006	0,000430

Fuente: Elaboración propia sobre la base de valores diarios del tipo de cambio y del Merval (Anexos 6.1 y 6.2).

Haciendo un paréntesis, considero de importancia, destacar que para armar la matriz de varianza y covarianza se tomaron los conceptos estadísticos enunciados en el punto 3.1.5. Asimismo, considero apropiado desarrollar los cálculos para llegar a los valores que contiene la matriz y de los demás conceptos que se mencionan, a efectos de brindarle a Ud. lector, las herramientas para su propio análisis y mostrarle la metodología de cálculo, ya que es la utilizada para hallar los valores de los conceptos descritos en el punto 3.1.5. en todos los ejemplos y casos que se desarrollen en el presente Trabajo.

Pero antes del desarrollo de cada concepto, es importante dar a conocer que una vez obtenidos los valores diarios de ambas variables, se va a trabajar sobre la variación diaria que se produce en cada una de ellas, para luego relacionar esas variaciones y correlacionarlas. Lo que interesa es ver el comportamiento, cómo va variando una con respecto a cómo varía la otra variable.

Para ello, aplicamos la siguiente fórmula:

$$\text{Variación diaria} = (X(d) - X(d-1)) / X (d-1)$$

Por ejemplo, el 30/06/2014 la paridad peso-dólar era de 8,1327 peso por dólar estadounidense. El 27/06/2014 (día hábil anterior) era de 8,132. Aplicando la fórmula para hallar la variación diaria:

$$(8,1327-8,132) / 8,132 = 0,000086 = 0,0086\%$$

Quiere decir que ese día varió un 0,0086% respecto del día anterior.

El mismo procedimiento se realiza con todos los valores diarios de ambas variables y se obtiene la variación diaria de cada uno.

Algunos ejemplos de los valores para la variable paridad peso-dólar son:

<u>Fecha</u>	<u>Variación</u>
30/06/2014	0,0086%
27/06/2014	0,0025%
26/06/2014	0,0160%
....
11/12/2007	-0,0159%

Y para los mismos días, las variaciones en la variable Índice Merval fueron de:

<u>Fecha</u>	<u>Variación</u>
30/06/2014	-0,2248%
27/06/2014	1,0818%
26/06/2014	-2,0321%
....
11/12/2007	-0,6477%

Esperanza matemática o promedio.

$$\text{Fórmula de aplicación: } E(X) = X_i * P(x_i) + X_{ii} * P(x_{ii}) + \dots + X_n * P(x_n)$$

Siendo X_i el valor de la variable aleatoria, en este caso la variación en el precio del dólar (paridad peso-dólar) y por otro lado la variable variación del valor del índice merval; y $P(x_i)$, la probabilidad de ocurrencia del valor que tomó la variable aleatoria. Como cada valor tiene la misma probabilidad, entonces:

$$P(x_i) = P(x_{ii}) = \dots = P(x_n) = 1/n$$

De lo expuesto y aplicándolo a los valores de la paridad peso-dólar estadounidense del Anexo 6.1 resulta que:

$$E(\text{paridad}) = (0,0086\% + 0,0025\% + 0,0160\% + \dots + (-0,0159\%)) / 1595 = \mathbf{0,0602\%}$$

n = 1595 datos

$$E(\text{merval}) = ((-0,2248\%) + 1,0818\% + (-2,0321\%) + \dots + (-0,6477\%)) / 1595 = \mathbf{0,1004\%}$$

Trabajando sobre una planilla de Excel se pueden obtener los valores utilizando la función Promedio.

Varianza.

$$\text{Fórmula de aplicación: } \text{Var}(x) = (X_i - E(x))^2 * P(x_i) + (X_{ii} - E(x))^2 * P(x_{ii}) + \dots + (X_n - E(x))^2 * P(x_n)$$

$$\text{Var}(\text{paridad}) = (0,0086\% - 0,0602\%)^2 * P(x_i) + (0,0025\% - 0,0602\%)^2 * P(x_{ii}) + \dots + ((-0,0159\%) - 0,0602\%)^2 * P(x_n)$$

Siendo $P(x_i) = P(x_{ii}) = \dots = P(x_n) = 1/1595$, entonces:

$$\text{Var}(\text{paridad}) = ((0,0086\% - 0,0602\%)^2 + (0,0025\% - 0,0602\%)^2 + \dots + ((-0,0159\%) - 0,0602\%)^2) * 1/1595 = \mathbf{0,000010}$$

$$\text{Var}(\text{merval}) = ((-0,2248\% - 0,1004\%)^2 + (1,0818\% - 0,1004\%)^2 + \dots + (-0,6477\% - 0,1004\%)^2) * 1/1595 = \mathbf{0,00043}$$

Estos valores, 0,000010 y 0,00043, se pueden observar en las intersecciones de la Paridad con la misma Paridad y en la del Merval con el propio Merval respectivamente, en la matriz de varianza – covarianza.

Covarianza.

$$\text{Fórmula de aplicación: } \text{Cov}(XY) = (X_i - E(x)) * (Y_i - E(y)) * h(X_i, Y_i) + (X_{ii} - E(x)) * (Y_{ii} - E(y)) * h(X_{ii}, Y_{ii}) + \dots + (X_n - E(x)) * (Y_n - E(y)) * h(X_n, Y_n)$$

Siendo X e Y dos variables aleatorias dependientes, para nuestro estudio la paridad peso dólar (X) y el índice merval (Y); y $h(X_i, Y_i)$ la probabilidad de ocurrencia conjunta de ambos valores de las variables. Como cada día es único y tomé sólo un valor, el que utilizamos para colocar los valores de X_i y de Y_i , entonces hay 1595 intersecciones (días) para correlacionar, por lo tanto:

$$h(X_i, Y_i) = 1/1595$$

Reemplazando en la fórmula:

$$\text{COV}(\text{paridad; merval}) = ((0,0086\% - 0,0602\%) * (-0,2248\% - 0,1004\%) + (0,0025\% - 0,0602\%) * (1,0818\% - 0,1004\%) + \dots + ((-0,0159\%) - 0,0602\%) * (-0,6477\% - 0,1004\%)) * 1/1595 = \mathbf{-0,000006}$$

En la Matriz, se encuentra en la intersección Paridad – Merval.

Utilizando una hoja de Excel para realizar los cálculos, se encuentra la Herramienta Análisis de Datos, dentro de la solapa Datos para Microsoft Office Excel 2007, donde pueden elegir la función Covarianza originando una Matriz similar

presentada en el presente apartado. Otras versiones del mismo programa también posee la aplicación.

Del análisis del valor de la covarianza (-0,000006), se observa una relación entre ambas variables, es decir, no son variables independientes. Si bien, como se mencionó al comienzo del trabajo, el valor de las acciones y por consiguiente del índice que las representa, depende de muchos factores, este análisis nos dice que un factor que condiciona el valor de las compañías es el tipo de cambio.

Luego, el signo negativo demuestra una relación inversa entre el tipo de cambio y el valor del índice Merval; es decir, si el primero aumenta por encima de su media (el peso se va devaluando), entonces el valor general del índice va disminuyendo (disminuye el valor general de todas las acciones que conforman el Merval) o en su caso, aumenta por debajo de su media.

Continuando, el desvío estándar de la paridad es 0,00322304 y el del Merval 0,02073164, demostrando que el último es más volátil y confirmando que hay otros factores que inciden en el valor del índice y de las acciones.

El desvío estándar se calcula calculando la raíz cuadrada positiva de la varianza:

$$\text{Desvío Estándar (paridad)} = \text{Raíz cuadrada de } 0,000010 = 0,00322304$$

$$\text{Desvío Estándar (merval)} = \text{Raíz cuadrada de } 0,000430 = 0,02073164$$

Y por último, producto de la relación que implica la covarianza y en base a los desvíos propios de ambas variables, el coeficiente de correlación es -0,08815643 y se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Coeficiente de Correlación} = \text{Cov (X,Y)} / (\text{Desvío Estándar(X)} * (\text{Desvío Estándar(Y)}))$$

$$\text{Coef. Correlación} = -0,000006 / (0,00322304 * 0,02073164) = -0,08815643$$

Si ud. quiere realizar el cálculo, le dará -0,089794946; la diferencia con el expuesto (-0,08815643) se da porque en este último mencionado, se incluyen todos los decimales al haberlos trabajado sobre una hoja de cálculo de Excel.

El valor que toma el coeficiente de correlación nos dice que hay una relación entre las variables, que esa relación es inversa tal como lo muestra la covarianza, pero que además es muy débil, con lo que en el promedio de los casos cuando el tipo de cambio aumenta por encima de su media, el índice disminuye su valor o aumenta por debajo de su media, pero hay muchos casos en que el tipo de cambio aumenta por encima de su media y el Merval también lo hace. Hecho que dependerá de las características de las acciones que lo componen.

3.3.1.1.2. El Merval y una fuerte devaluación. Análisis de Corto Plazo.

El análisis precedente de mediano plazo confirma la influencia del aumento del tipo de cambio en el valor de las acciones, pero es interesante observar lo que ocurre en el corto plazo con esa influencia. Veamos lo que ocurrió en enero de 2014 cuando el tipo de cambio trepó un 23,02% en todo el período mensual desde un tipo de cambio de 6,518 en que había terminado Diciembre de 2013, hasta un tipo de cambio de 8,0182 para el 31/01/2014. Aquí la mayor suba se produjo en la semana del lunes 20 de Enero al viernes 24, donde ascendió en un 17,82% siendo el pico de suba entre el miércoles 22 y viernes 24, en donde en sólo esos tres días aumento un 16%; el miércoles inició con un tipo de cambio de 6,8763 y el viernes finalizó a 8,0183 (Ver Anexo 6.1).

Es en este período que la matriz de varianza y covarianza se muestra de la siguiente manera:

<u>MATRIZ DE VARIANZA - COVARIANZA</u>		
	<i>Paridad</i>	<i>Merval</i>
Paridad	0,00049294	-0,00025324
Merval	-0,00025324	0,00030903

Fuente: Elaboración propia sobre la base de valores diarios del tipo de cambio y del Merval (Anexos 6.1 y 6.2).

En concordancia a la relación de mediano plazo, hay una relación de dependencia entre las variables en donde el signo negativo de la Covarianza indica que ante un aumento del tipo de cambio, es de esperar una disminución del valor de las acciones en general.

Siendo en este período el coeficiente de dispersión para el tipo de cambio y el Merval, de 0,02220216 y 0,01757937 respectivamente, el coeficiente de correlación es de -0,64884548.

Por un lado el desvíos estándar que hace referencia a la paridad peso-dólar estadounidense es mayor que la obtenida en el período 10/12/2007 – 30/06/2014. Esto es así dada la gran devaluación del mes que originó volatilidad en el tipo de cambio. Por otro lado, observamos una disminución significativa en el valor del coeficiente de correlación, de -0,08815643 para el primer período a -0,64884548 para el mes de Enero. Contrariamente a los valores absolutos, este acercamiento al valor de uno negativo implica una mayor relación inversa entre ambas variables. Se puede inferir que en este período el valor de las acciones se vio altamente influenciado por la devaluación, en donde esta última tuvo preponderancia ante otros acontecimientos que impactan en el precio de las acciones.

Si ampliamos la visión a un período de cuatro meses desde 01/11/2013 al 28/02/2014, los valores de la matriz se acercan a los de la matriz de mediano plazo:

<u>MATRIZ DE VARIANZA-COVARIANZA</u>		
	<i>Paridad</i>	<i>Merval</i>
Paridad	0,000151	-0,000053
Merval	-0,000053	0,000500

Fuente: Elaboración propia sobre la base de valores diarios del tipo de cambio y del Merval (Anexos 6.1 y 6.2).

El coeficiente de correlación que asciende a $-0,19188188$ también tiende al de mediano plazo, disminuyendo la influencia de la devaluación en el valor del índice Merval que refleja el valor de las acciones que lo componen

En breves líneas, se observa que hay una relación entre el tipo de cambio y el valor del índice Merval, que esa relación es inversa, y que es mayor en momentos de grandes devaluaciones que en momentos de devaluaciones pequeñas pero sucesivas, y que si se amplía el horizonte temporal, la relación fuerte que existe en un momento de brusca devaluación, se diluye y es lógico que esto ocurra porque hay una gran variedad de otros factores que influyen en el precio de las acciones y del índice que las contenga. Factores que en momentos como enero de 2014 pierden preponderancia e influencia ante la sensible devaluación.

3.3.1.2. Comportamiento del Burcap frente al aumento del tipo de cambio.

3.3.1.2.1. El mediano plazo (10/12/2007 – 30/06/2014).

Continuaremos analizando el mismo conjunto de acciones que integran el Merval, pero ponderadas teniendo en cuenta la capitalización bursátil. Esta diferencia en el peso relativo de cada acción puede hacer variar los valores y la fuerza de relación entre el tipo de cambio y el precio de las acciones del análisis precedente, de acuerdo a cómo les afecta una devaluación a las empresas con mayor ponderación. De todos modos, siendo ambos dos índices que representan al mismo conjunto de acciones, no se espera un cambio significativo en las conclusiones desarrolladas.

En el período completo de análisis (10/12/2007 – 30/06/2014) la matriz de relaciones entre el Burcap y el tipo de cambio es la siguiente:

MATRIZ DE VARIANZA - COVARIANZA		
	<i>PARIDAD</i>	<i>BURCAP</i>
<i>PARIDAD</i>	0,000010	-0,000005
<i>BURCAP</i>	-0,000005	0,000418

Fuente: Elaboración propia sobre la base de valores diarios del tipo de cambio y del índice Burcap (Anexos 6.1 y 6.3).

En semejanza con lo que ocurre con el Merval, el índice Burcap presenta una relación con el tipo de cambio, esto es, no son independientes uno del otro; y la covarianza negativa entre ambos implica una relación inversa entre las variables.

Cuando se analiza con qué fuerza se relacionan e influyen, teniendo en cuenta que el Burcap es más volátil (con un desvío estándar de $0,0204569$ ante uno de $0,00322304$ de la paridad cambiaria), la correlación resulta ser de $-0,070017$ resultando muy débil, siendo que si bien hay muchos casos en que ambas variables corren la misma suerte, es decir, ante la subida del tipo de cambio, también aumenta el precio de

las acciones; en promedio, la relación tiende a ser inversa y ante un aumento del primero, disminuye el segundo.

En el análisis, no se quiere inferir con este criterio que las acciones no van a aumentar su valor, de hecho en el plazo mencionado muchas lo han hecho, y esto es porque hay otros factores que influyen en el precio de las mismas, siendo uno de ellos y en forma débil a nivel general y en el mediano plazo, el tipo de cambio. Simplemente, se tiene una idea acabada de cómo reaccionan los índices ante un proceso devaluatorio y sólo por ese factor de influencia.

3.3.1.2.2 El Burcap y una fuerte devaluación. Análisis de Corto Plazo.

Cuando se lleva el análisis a un período mensual, siendo el mismo el de mayor devaluación en el lapso de tiempo analizado en el apartado anterior, esto es, Enero de 2014; la relación se describe con los siguientes valores de varianza y covarianza:

<u>MATRIZ DE VARIANZA - COVARIANZA</u>		
	<u>Paridad</u>	<u>Burcap</u>
<u>Paridad</u>	0,00049294	-0,000165075
<u>Burcap</u>	-0,00016507	0,000359824

Fuente: Elaboración propia sobre la base de valores diarios del tipo de cambio y del índice Burcap (Anexos 6.1 y 6.3).

Como se puede inferir, además de la existencia de relación entre las variables, el signo negativo de la covarianza al igual que lo mencionado en apartados anteriores, implica que esa relación sea inversa. A su vez la Covarianza se aleja del número cero deduciendo una mayor correlación entre las variables, dato que se confirma siendo el coeficiente de correlación del valor de -0,39195828. Para lograr ese valor, el desvío estándar del índice es 0,018969022 y el del tipo de cambio de 0,02220216.

Nótese que en este periodo mensual correspondiente a un mes con alta devaluación, el tipo de cambio fue más volátil que el valor de las acciones en general. Ante esta volatilidad, aumentó la influencia del tipo de cambio en el valor del precio de las acciones, no siendo determinante, pero sí un factor considerable para la toma de decisiones en ese mes, siendo más considerado que otros factores que asumen mayor importancia en otro contexto.

Si recordamos al Merval, el Burcap fue menos influenciado que el primero. Pero siendo las mismas empresas las que componen a ambos índices, se infiere que la variación se da por la ponderación que se otorga a cada una; infiriendo que la devaluación no afecta a todas por igual, necesitando además un análisis del tipo de industria y principalmente de la composición del patrimonio para determinar la afectación del aumento del tipo de cambio en una empresa individual. En pocas palabras estamos evidenciando que la devaluación no afecta a todas las acciones por igual.

Cuando se amplía a cuatro meses el horizonte de investigación, desde el 01/11/2013 al 28/02/2014, se observa un comportamiento similar al que ocurre con el Merval. Esto es, se diluye la influencia del aumento del tipo de cambio asumiendo mayor significancia otros factores de la coyuntura. Manteniendo la relación inversa entre ambas variables, ésta tiende a los valores del mediano plazo:

MATRIZ DE VARIANZA - COVARIANZA

	<i>Paridad</i>	<i>Burcap</i>
<i>Paridad</i>	0,00015069	-0,00001864
<i>Burcap</i>	-0,00001864	0,00049279

Fuente: Elaboración propia sobre la base de valores diarios del tipo de cambio y del índice Burcap (Anexos 6.1 y 6.3).

Para el período en cuestión el desvío estándar del Burcap aumentó con respecto Enero asumiendo el valor de 0,022198775, y a su vez, es mayor al mencionado correspondiente al tipo de cambio del mismo período. Recordemos que el tipo de cambio tiende a un crecimiento continuo, con pocas variaciones diarias y que a pesar de que el período abarca una fuerte devaluación en Enero, las acciones demuestran mayor volatilidad cotidiana, originada en el primer mes de 2014 por la fuerte devaluación y también durante el período analizado, ocasionada por otros factores e información.

Para concluir en un breve resumen lo que respecta al Burcap, se observa que hay una relación entre el tipo de cambio y el valor del índice, que esa relación es inversa, y que es mayor en momentos de grandes devaluaciones que en momentos de devaluaciones pequeñas pero sucesivas, porque en esos momentos se diluye la influencia que ejercen otros factores en el precio de las acciones y del índice que las contenga. Así también, comenzamos a vislumbrar que la influencia no es idéntica para ambos índices, con lo cual, estando compuestos por las mismas especies, el factor que los diferencia es la ponderación que se le da a cada una, infiriendo que el tipo de cambio no afecta a todas las empresas de la misma manera.

3.4. Casos Prácticos: Análisis de Empresas Argentinas.

En el presente punto se desarrollarán casos reales de empresas argentinas tratando de identificar si el aumento del tipo de cambio impacta en sus Estados Contables y en qué medida se ve afectada por el acontecimiento. Para lo cual, se trabaja con el valor de las acciones de las mismas, entendiéndose que hacen referencia al valor total de la compañía. Esto es porque este último, en sociedades anónimas como las que se centrará el análisis, está formado por el valor del conjunto de acciones, siendo éstas valores negociables que representan una fracción o parte alícuota del capital social de la cual una persona física o jurídica participa. (5.17.4.1.).

Además, según la Ley de Sociedades Comerciales, en su artículo 207, establece que las acciones serán siempre de igual valor. Esto implica que en un momento determinado, las acciones, cada parte de su capital social, se vende al mismo precio, con lo cual, al sumar el valor de todas las participaciones del capital social, se puede conocer el valor total del mismo, y por consiguiente, el valor de la empresa. Y al modificarse el precio de la acción por alguna causa como se explicó en el apartado 3.1.4, implica una variación en el valor total de la compañía.

Asimismo se seleccionarán empresas que demuestren evidencia empírica de la afectación del aumento del tipo de cambio en el valor de la compañía. Para lo cual la misma se basará en cinco argumentos que justifican la relación estudiada:

Argumento 1. Por ejemplo, una medida cambiaria como fue la fuerte devaluación que se acentuó a comienzos del 2014, influyó en muchas empresas exportadoras o que actúan en el exterior cobrando en moneda extranjera, haciendo aumentar el valor de la acción, por su ventaja en el tipo de cambio. A su vez, muchas empresas importadoras se vieron perjudicadas, por inversa situación: cobrar en pesos y pagar en dólares la mayoría de sus insumos.

Este hecho perjudicó el valor de aquellas que se vieron afectadas por la fuerte devaluación ya que el valor de la acción disminuyó, y en sentido contrario, las empresas exportadoras vieron el acontecimiento como algo positivo y favorable para su crecimiento y expansión.

Los precios de las acciones no están ajenos a lo que ocurre en el contexto económico.

Argumento 2. Existen empresas donde su materia prima es importada, y ante una fuerte devaluación se encuentra con la dificultad de trasladar este encarecimiento de los insumos al precio de venta, lo que generaría una caída en el margen de ganancias; o si bien lo logra trasladar, caería el nivel de ventas afectando el valor de las acciones.

Argumento 3. Existen muchas empresas donde sus productos ofrecidos no son bienes de primera necesidad, lo cual un aumento en el precio producto de su importación, arrojaría una caída en las ventas. Dicha caída impactaría en los resultados y en el flujo de fondos, originando cambios en el valor de las acciones y así, en el valor de la compañía.

Argumento 4. La devaluación afecta positivamente a las empresas con activos dolarizados, como así, negativamente a empresas con pasivos dolarizados. Esto se da por el surgimiento de la diferencia de cambio originada por mantener activos y pasivos en moneda extranjera, de la cual hemos hecho referencia en el apartado 3.1.2.

Argumento 5. Ante una devaluación, aquellas empresas que expresan sus Estados Contables en moneda extranjera, en este caso, dólar estadounidense, se ven beneficiadas por sus pasivos en pesos argentinos, ya que en el proceso equivalen a menor cantidad de dólares que en el momento de incorporar la deuda. Por ejemplo, al tipo de cambio 1 dólar = 6,543 pesos para el 02 de enero de 2014, si en ese momento adquirimos un pasivo de \$100,00 (pesos cien), éste equivale a USD 15,28 (quince con 28/100cvos de dólares), pero como no lo pagamos en ese momento, y suponiendo que lo hicimos el 31/01/2014, esos cien pesos equivalen a USD 12,47 (doce con 47/100 cvos. de dólares) ya que el tipo de cambio para ese entonces era de 1 dólar = 8,0182 pesos argentinos. Aquí se explica que una fuerte devaluación puede hacer ganar USD 2,81 en un mes, como lo ocurrido en Enero de 2014, que representa un 18,39% de la deuda original expresada en dólares.

Sentido inverso tiene el poseer activos en moneda local, siendo la moneda funcional, la moneda extranjera.

3.4.1. Caso: TENARIS (TS)

3.4.1.1. La Empresa

Tenaris es una empresa metalúrgica que actúa en el ámbito multinacional y es subsidiaria del Grupo Argentino Techint. La empresa produce tubos de acero sin costura para la industria del petróleo, la cual es líder a nivel mundial, y además tubos de acero con costura (soldados), servicios para la industria de la energía y otras aplicaciones energéticas.

La historia de Tenaris se remonta a Italia en 1909 cuando la empresa Dalmine comienza a producir tubos de acero sin costura. En 1945, quien fuera director administrativo desde 1935, el Sr. Agostino Rocca, funda el grupo "Compagnia Tecnica Internazionale", pronto cambiado al nombre de Techint.

En la década del 50, Techint comienza sus operaciones en América a través de dos plantas: Dalmine S.A.F.T.A. en Campana, Argentina (hoy Siderca) y de Tamsa (Tubos de Acero de México S.A.) en Veracruz, México.

A partir de entonces, la empresa ha gozado de un sostenido crecimiento: Siderca adquirió la empresa Siat (1986 – productora de cañería soldada), adquiere el control de Tamsa (1993), luego el de Dalmine (1996), TAVSA (1998), Confad (1999) entre otros.

Lo importante es que esta alianza estratégica que surge de la unión de Dalmine-Siderca-Tamsa que es llamada en principio DST, se cambia por el nombre Tenaris en 2001, y ya en el 2002 se constituye como una Sociedad Anónima (S.A.) en el Gran Ducado de Luxemburgo, aunque dirigida desde Buenos Aires, Argentina.

A partir de ese momento desarrolló sus actividades en diversas partes del mundo:

-En 2004 ingresa a Rumania adquiriendo Silcotub.

-En 2006 ingresa a Estados Unidos a través de la adquisición de Maverick Tube Corp., en Canada a través de Prudential, y en Colombia a través de TuboCaribe.

-En 2007 amplía sus productos a la Industria del Petróleo y el Gas a través de Whit Hidril.

-A partir del 2009 comenzó a operar en Asia, y así se convirtió en la principal productora a nivel global de tubos de acero sin costura.

3.4.1.2. Últimos Hechos Relevantes.

Al 30 de Junio de 2014, se pueden considerar dos hechos importantes para el valor de la empresa estudiada:

1) Se extiende el plazo del joint venture con JFE Steel Corporation, relativo al gobierno corporativo y la operación de NKKTUBES hasta el 31 de Julio del año 2030. Esta última, es una empresa japonesa líder en la fabricación de tubos de carbón, de aleación y de acero inoxidable para su mercado interno y para exportación.

En el joint venture, Tenaris tiene el 51% de participación en NKKTUBES y JFE Steel Corporation, el 49% restante.

Esta información es relevante en el sentido de una continuidad de operaciones en el continente asiático, siendo un punto estratégico de producción y posterior distribución en el extranjero. Y a lo que respecta al valor de la empresa, genera una continuidad del flujo de fondos para la empresa y luego, su posterior distribución a los accionistas provenientes del joint venture mencionado.

2) En relación a los dividendos pagados en el segundo trimestre de 2014, y para tener una idea de ellos, se han distribuido a los accionistas 354.161.000 dólares y 48.289 dólares a accionistas no controlantes en subsidiarias, según los Estados Contables Intermedios Consolidados Condensados al 30 de Junio de 2014.

El pago mencionado corresponde a una parte del total distribuido correspondiente al ejercicio económico anterior (2013), que asciende a aproximadamente 507,6 millones de dólares abonado en dos tramos: un anticipo en

noviembre de 2013 de 0,13U\$D por acción (0,26U\$D por ADS) y el pago impactado en el estado contable referido de 0,30 U\$D por acción (0,60 U\$D por ADS). Lo importante en este caso es que el período contable cerrado en 2012 abonó los mismos montos y en idénticas condiciones a los accionistas. Excepto a los no controlantes en subsidiarias que abonó menor importe. Lo cual al inversor le permite preveer un flujo de fondos originado de su tenencia accionaria.

3.4.1.3. Análisis sobre los estados contables.

En el presente apartado examinaremos la influencia del proceso devaluatorio comenzado en Enero de 2014 sobre los Estados Contables de Tenaris S.A., principalmente cómo repercute en los resultados de la empresa y por ende, en el flujo de fondos, tratando de entender cómo le afecta un fuerte aumento del tipo de cambio al valor de la compañía.

Para lo antes dicho hay que recordar que la devaluación en los estados contables se refleja explícitamente en la cuenta de resultados comúnmente llamada “diferencia de cambio”, teniendo un saldo deudor en caso de que exista una pérdida por el concepto y un saldo acreedor en caso de que la empresa haya sido beneficiada por el acontecimiento, dependiendo de las tenencias en moneda extranjera contenidas en los pasivos y activos respectivamente.

Pero Tenaris S.A. expresa sus estados contables en dólares porque es ésta su moneda funcional ya que desarrolla su actividad a nivel mundial. Con lo cual, la devaluación del peso argentino (apreciación del dólar sobre la moneda local) genera un resultado positivo por diferencia de cambio al mantener pasivos en pesos, y una pérdida por mantener activos en dicha moneda. En otras palabras, la devaluación hace que tenga que pagar sus pasivos en pesos la misma cantidad nominal, pero esos pesos equivalen cada vez a menos cantidad de dólares producto de la apreciación de este último sobre la moneda local. Y si tiene activos en pesos, éstos representarían cada vez a menos cantidad de dólares en un proceso devaluatorio. Es así que Tenaris S.A. origina sus resultados por diferencias de cambio, tanto por el tipo de cambio del peso argentino, el euro y el real brasileño; siendo estos dos últimos, de mucha menor cuantía en comparación con el peso argentino, con lo que la moneda local juega un papel trascendente en sus resultados por diferencia de cambio.

En el primer trimestre de 2014, período que incluye el fuerte aumento del tipo de cambio descrito con anterioridad, la empresa tuvo resultados financieros positivos de U\$D 42.493.000 principalmente por la devaluación del peso argentino sobre el dólar estadounidense de 22,8% en el trimestre. Los mencionados resultados se constituyen de Intereses y otros resultados financieros, estando la diferencia de cambio incluida en este último:

CUADRO N° III

Resultados Financieros – TS

(Correspondiente al período de tres meses finalizado el 31/03/14)

RESULTADOS FINANCIEROS - TENARIS SA	Período de tres meses finalizado el 31/03/2014
(Valores expresados en miles de U\$D)	(No auditados)
Intereses Ganados	9.062
Intereses Perdidos	-13.003
Intereses Netos	-3.941
Resultado neto por diferencia de cambio	51.276
Resultado por contratos derivados de diferencia de cambio	-4.555
Otros	-287
Otros resultados financieros	46.434
Resultados financieros Netos	42.493

Fuente: Tenaris S.A. Estados Contables Intermedios Consolidados Condensados al 31 de Marzo de 2014.

Como se puede inferir, la diferencia de cambio neta origina un resultado positivo de U\$D 46.721.000 considerando además de cómo afecta a los pasivos y a los activos, a los contratos derivados.

Para contextualizar los datos, este resultado positivo por diferencia de cambio equivale al 10,92% de la ganancia del período, un 7,45% del resultado antes del impuesto a las ganancias y un 7,68% de la ganancia antes del resultado de inversiones en compañías asociadas y del impuesto a las ganancias, siendo de U\$D 428.019.000, 627.084.000 y de U\$D 608.263.000 respectivamente. Por lo que poco menos que un 8% de la ganancia propia de la empresa Tenaris S.A. es explicada solamente por la diferencia de cambio.

Y en el Estado de Flujo de Efectivo Intermedio Consolidado Condensado la línea de “Efectos de las variaciones en los tipos de cambio” arroja un valor de U\$D185.000 para el primer trimestre, pero en el mismo período de 2013 arrojó una pérdida considerable de U\$D 5.106.000. Con lo cual aquí se ve el impacto efectivo de la devaluación en el flujo de caja propio de la compañía producto de la devaluación. Representando un 0,36% de la variación del efectivo y equivalentes para el período del 2014 y un 3,23% para el mismo trimestre del año anterior.

Ya para el segundo trimestre de 2014, cuando la devaluación toma las características de una devaluación con variaciones diarias casi imperceptibles pero que consideradas en un largo plazo asumen carácter de importancia, el rubro “Otros Resultados Financieros” desciende a U\$D 1.144.000, siendo el monto del semestre por dicho concepto de U\$D 47.578.000.

Para el trimestre el resultado neto por diferencia de cambio arrojó un saldo de U\$D 6.442.000, el resultado por contratos derivados de diferencia de cambio una pérdida de U\$D 7.109.000 y el concepto otros, que incluye por ejemplo diferencias

de cambio por transacciones intercompañía, una ganancia de U\$D 1.811.000. Por lo que una devaluación menos drástica disminuye la ganancia por diferencia de cambio.

Pero el efecto de las variaciones en los tipos de cambio en el flujo de efectivo para el segundo trimestre de 2014 es de U\$D 1.879.000 según surge de los Estados Contables Intermedios Consolidados Condensados al 30/06/2014. Efecto que considerado semestralmente representa un 5,21% del incremento de efectivo y equivalentes de efectivo.

Es así que el proceso devaluatorio del peso argentino favorece a la empresa Tenaris S.A., ya que siendo su moneda funcional el dólar y al tener pasivos en pesos, estos representan cada vez menos dólares a medida que el peso se devalúa.

La situación inicial que permitió generar estos resultados por diferencia de cambio, y un efecto positivo en el flujo de fondos es principalmente la situación al 31 de Diciembre de 2013 de los pasivos nominados en pesos argentinos y en moneda distinta a la funcional (dólar estadounidense). Para ese entonces Tenaris S.A. poseía un pasivo compuesto por deudas comerciales, fiscales y sociales nominadas en pesos argentinos que eran equivalentes a U\$S 368.985.000. Con lo cual la devaluación de la moneda local, hizo que ese pasivo disminuya cuando se lo convierte a la moneda funcional dólar.

Ya en las notas a los Estados Contables del período anual 2013, en su parte III Administración de Riesgos Financieros, Apartado A Factores de riesgo financiero, estimaban que un cambio en el 1% en el tipo de cambio peso argentino-dólar estadounidense podría generar una ganancia/pérdida antes de impuesto de hasta 3,7 millones de dólares. Situación que se comprobó ya en los primeros tres meses del 2014, cuando principalmente el aumento de 22,8% del tipo de cambio peso-dólar originó un resultado por diferencia de cambio neto de U\$D 51.276.000.

3.4.1.4. Correlación con la devaluación.

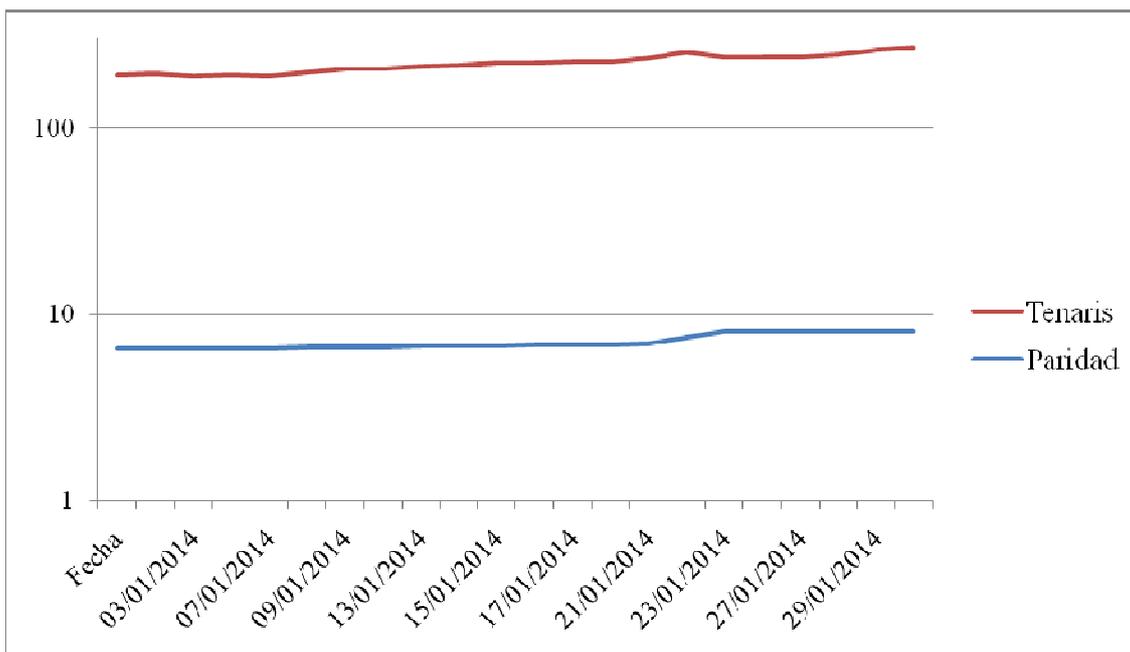
Al igual que con los índices que reflejan el valor de un conjunto de acciones, entre ellas, la empresa estudiada, se analizará lo que ocurre con el precio de la acción y se lo relacionará con el tipo de cambio. Por el apartado precedente, podemos estar afirmando ex ante, que la fuerte devaluación de Enero de 2014 favoreció el valor de la compañía por su estructura de Pasivos en pesos siendo la moneda funcional el dólar.

El gráfico que demuestra la relación entre el tipo de cambio y el precio de la acción en el mes en cuestión es el siguiente:

GRAFICO IV

Relación del tipo de cambio y el precio de la acción Tenaris S.A.

(Enero de 2014, en pesos, escala logrítmica)



Fuente: Elaboración propia en base a valores diarios del tipo de cambio y valor del precio de la especie TS en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires para el período Enero de 2014 extraída de la página web: Puente Hnos.

Como se observa, a simple vista, independientemente de los valores de cada variable, se observa en el gráfico que ambas han incrementado su valor. Se puede apreciar en el momento de mayor devaluación entre el 22 y 24 de enero, se genera un salto en el precio de la acción, para luego corregirse a la baja, y continuar su tendencia alcista. El primer día hábil de Enero de 2014, la especie TS cerró en \$192,50 por acción, finalizando el mes en \$268, es decir un crecimiento del 39,22% mensual. Y en los días de mayor devaluación, 23 y 24 de enero, la especie creció un 7,41% el primer día (cerró en \$253,5) y luego retrocedió un 5,32% el segundo referido (cerró en \$240).

Para el período en cuestión, la matriz de varianza y covarianza resulta ser la siguiente:

<u>MATRIZ DE VARIANZA - COVARIANZA</u>		
	<i>Paridad</i>	<i>Tenaris</i>
Paridad	0,00049294	0,00002779
Tenaris	0,00002779	0,00080111

Fuente: Elaboración propia sobre la base de valores diarios del tipo de cambio y del precio de la especie TS extraído de la página web: Puente Hnos.

Ya estamos en condiciones de afirmar y confirmar mediante lo enunciado precedentemente una relación entre el tipo de cambio y el precio de la acción de Tenaris S.A. Asimismo, que esa relación es positiva tal como lo indica el signo positivo de la covarianza, para momentos de fuertes devaluaciones y en el corto plazo.

A su vez, como se puede apreciar en el Gráfico IV, los valores confirman mayor volatilidad para la acción, siendo el desvío estándar de 0,028303833 y de 0,022202162 para el tipo de cambio. Valores que conforman un coeficiente de

correlación positivo de 0,04423088, determinando una relación positiva, esto es, cuando el tipo de cambio aumenta fuertemente como lo visto, también aumenta el precio de la acción; pero siendo una relación débil, en este momento impacta la noticia en los días de mayor incremento en el tipo de cambio, pero se corrige y sigue su tendencia alcista que ya venía teniendo. Todavía no impactó del todo la noticia en el precio de la acción, lo que denota un mercado que no es totalmente eficiente.

Veamos lo que ocurre en un período cuatrimestral, comenzado del 01/11/2013 y finalizado el 28/02/2014:

MATRIZ DE VARIANZA - COVARIANZA		
	<i>Paridad</i>	<i>Tenaris</i>
Paridad	0,00015069	0,00005120
Tenaris	0,00005120	0,00062657

Fuente: Elaboración propia sobre la base de valores diarios del tipo de cambio y del precio de la especie TS extraído de la página web: Punte Hnos.

En la matriz precedente correspondiente al período cuatrimestral mencionado, también se observa por el valor de la covarianza y su signo, una relación positiva entre las variables.

El coeficiente de correlación asciende al valor de 0,166641662, valor que si bien indica una relación débil, es más fuerte que la que surge de tomar el mes de enero solamente.

Asimismo, para el período se confirma una mayor volatilidad para la acción, no olvidemos que hay otros factores que inciden en su precio, y en este caso los factores son propios del mercado local y además factores externos por su accionar en otros continentes. Por lo tanto, si bien el coeficiente de correlación se muestra débil para el período analizado, éste tomó mayor preponderancia frente a otros factores internos y externos, ya sean del mercado local o internacional.

Es así, que en este período cuatrimestral, el tipo de cambio se inició con un valor de 5,91 aumentando un 33,28% hasta llegar a 7,88 el 28/02/2014, y la especie TS inició el 01/11/2013 con un valor de \$215 y terminó asumiendo el valor de \$216 el 28/02/2014 (un aumento del 0,46%). Cabe recordar que el coeficiente de correlación se toma teniendo en cuenta la relación periódica entre ambas variables y no momentos estancos o fotos de un momento determinado como el que se utiliza en este caso para referirnos a la especie TS.

Ya al hablar de períodos anuales, y como se puede observar en el cuadro siguiente, los coeficientes de correlación oscilan entre -0,126 y 0,102 siendo el período con mayor correlación positiva el que incluye la fuerte y pronunciada devaluación de enero de 2014.

CUADRO N° IV

Coefficientes de correlación anuales - TS

Período anual 01/07/X0- 30/06/X1	Coefficiente de Correlación
2013 - 2014	0,10251249
2012 - 2013	-0,07996447
2011 - 2012	0,03277919
2010 - 2011	-0,08847561
2009 - 2010	-0,10065258
2008 - 2009	-0,12612254

Fuente: Elaboración propia en base a datos de precios históricos de la especie TS y del tipo de cambio peso/dólar, obtenidos de la pagina web de Puente Hnos. y de información estadística del BCRA respectivamente.

Para mencionados períodos, y teniendo en cuenta la existencia de otros factores que inciden sobre el precio de la especie TS, la evolución del tipo de cambio y precio de la acción en el momento de corte de cada anualidad, es la siguiente:

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2013 y el 30/06/2014, el tipo de cambio aumento un 51,02%, y el precio de la acción un 50% (de \$159 a \$238,5).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2012 y el 30/06/2013, el tipo de cambio aumento un 19%, y el precio de la acción un 40,08% (de \$113,5 a \$159).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2011 y el 30/06/2012, el tipo de cambio aumento un 10,08%, y el precio de la acción un 17,61% (de \$96,5 a \$113,5).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2010 y el 30/06/2011, el tipo de cambio aumento un 4,56%, y el precio de la acción un 38,85% (de \$69,5 a \$96,5).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2009 y el 30/06/2010, el tipo de cambio aumento un 3,60%, y el precio de la acción un 32,38% (de \$52,5 a \$69,5).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2008 y el 30/06/2009, el tipo de cambio aumento un 25,49%, y el precio de la acción disminuyó un 56,1% (de \$119,6 a \$52,5).

Si bien, los valores en pesos no dan cuenta de la relación periódica y genuina entre ambas variables, al haber otras que influyen sobre el precio de la acción, sirven para contextualizar y dar una idea mejor acabada del valor de esta última en dichos períodos.

Por último, para todo el período analizado en el presente trabajo (10/12/2007 – 30/06/2014) el coeficiente de correlación es de -0,021091393. Lo que en el mediano plazo es muy débil la influencia, pero en períodos cortos se observa que toma importancia la devaluación, más cuando ésta es significativa como ocurrió en enero de 2014. Con lo que en épocas de grandes devaluaciones la correlación se observa positiva y en épocas de un proceso devaluatorio con aumentos y disminuciones diarias

en el tipo de cambio pero con una tendencia alcista, la correlación es negativa. Justamente por la composición de su estructura patrimonial y cómo afectan las oscilaciones del tipo de cambio en la misma.

Conclusión:

Tenaris, que es una empresa metalúrgica que actúa en el ámbito multinacional, y de hecho expresa sus Estados Contables en dólares, se ve beneficiada por sus pasivos en pesos argentinos, ya que en el proceso devaluatorio equivalen a menor cantidad de dólares que en el momento de incorporar la deuda. Es así, que las diferencias de cambio surgidas generaron una ganancia en el primer trimestre del 2014, que representó el 7,45% del Resultado antes del Impuesto a las Ganancias y además se vio beneficiado su flujo de fondos. Por otro lado, al actuar en el exterior y al exportar, y al cobrar en dólares y mantenerlo en su activo, se beneficia si en el futuro lo convierte a pesos argentinos.

Se desprende que una fuerte devaluación impacta favorablemente en el valor empresarial, corroborado con el coeficiente de correlación mensual (01/2014), cuatrimestral (01/11/2013-28/02/2014) y anual (01/07/2013-30/06/2014). En el mediano a largo plazo, se ven reducidas sus ganancias por diferencia de cambio cuando la devaluación se da en pequeñas variaciones diarias; y la influencia de la devaluación en el precio de la acción y por consiguiente, en el valor de una empresa, es débil e inversa, habiendo otros factores que asumen importancia y lo determinan.

3.4.2. Caso: Cresud S.A. (CRES).

3.4.2.1. La empresa.

Cresud fue constituida en 1936 como subsidiaria de Credit Foncier, una empresa belga dedicada al negocio de préstamos rurales y urbanos en la Argentina. Con la liquidación de Credit Foncier en 1959 nacen las acciones de Cresud como empresa independiente, y es así que en 1960 comenzaron a cotizar en el Mercado de Valores de Buenos Aires. A partir de la década del '60 y del '70, Cresud se dedicó con exclusividad a la actividad agrícola.

Pero a partir del cambio de management en 1994, la compañía se expandió a través de la actividad agrícola, ganadera, inversión en campos y en tecnología.

A partir del 2007 Cresud adquiere acciones de IRSA, en la medida de que hoy posee más del 65% de sus acciones obteniendo el control de la misma y siendo esta última una subsidiaria de la primera. IRSA es una empresa inversora en Bienes Raíces cuyas características se describen en el punto 3.4.3.1. del presente trabajo. La mayoría de los directores de Cresud son también directores de IRSA.

Además, la empresa participa en el sector agrícola brasileño mediante su inversión en BrasilAgro—Companhia Brasileira y en otros países latinoamericanos.

El modelo de negocios de la Sociedad se basa en:

Producción de Granos. Principalmente cereales y oleaginosas.

Producción de ganado vacuno. Cría, engorde y faena de sus propios animales.

Producción de leche. En tres tambos, en dos campos distintos: "La Juanita" y "El Tigre".

Adquisiciones de Tierras. Invierte en amplias superficies de tierras con alto potencial de valuación. La Empresa también intenta transformar las tierras no productivas adquiridas en tierras para la cría de Ganado, tierras de cría de Ganado en tierras de cultivo, o aplicando tecnología de última generación para mejorar el rendimiento agrícola y lograr una mayor apreciación.

Venta de Tierras. Cresud vende propiedades que han alcanzado una valuación considerable para reinvertir en nuevos campos con mayor potencial de apreciación.

Cresud además de las actividades mencionadas obtiene sus ingresos de operaciones de alimentación de ganado en *feedlots*, arrendamiento de sus campos a terceros y actividades de corretaje.

A su vez, es de destacar que en el mercado local, Cresud es la única empresa con oferta pública de acciones con la actividad descrita, y cotiza en la Bolsa de Buenos Aires y en el Nasdaq de Estados Unidos.

3.4.2.2. Últimos Hechos Relevantes.

Recompra de acciones. La empresa está en un proceso de recompra de acciones que implica disminuir las que están en circulación, lo que originaría una tendencia de aumento de precio para las que no han sido recompradas porque el proceso genera mejores índices financieros para la compañía, y una mayor ganancia por acción que queda en circulación.

01/08/2014. Venta de Campo La Adela a la empresa IRSA. Campo de aproximadamente 1.058 hectáreas ubicado en la localidad de Luján, Provincia de Buenos Aires por un monto total de \$210.000.000 (Pesos Doscientos Diez Millones). La operación se corresponde con el modelo de negocio descrito en el apartado anterior.

15/07/2014. Brasilagro – Companhia Brasileira de Propiedades Agrícolas (“Brasilagro”) comunicó la celebración de un compromiso de venta de una fracción de 1.164 hectáreas (de las cuales 913 son productivas), del establecimiento “Araucaria” ubicado en la Localidad de Mineiros, Estado de Goias.
El valor de venta acordado fue de 735.000 sacas de soja o R\$ 41,3 millones.

Las últimas dos operaciones mencionadas se corresponden con el modelo de negocio descrito en el apartado anterior: comprar tierras con potencialidad de aumentar su valor, y venderlas cuando esto ocurra.

3.4.2.3. Análisis sobre los Estados Contables.

En el presente apartado analizaremos el efecto de la devaluación en la empresa Cresud S.A. en el ejercicio económico anual finalizado el 30 de Junio de 2014, período que involucra la fuerte devaluación de Enero de 2014. A diferencia de Tenaris S.A., la empresa presenta sus estados contables expresados en pesos siendo ésta su moneda funcional al desarrollar sus actividades principalmente dentro del país. A pesar de ello, opera en varias monedas extranjeras siendo la más representativa el dólar estadounidense.

Por lo antes dicho, la empresa presenta un riesgo de moneda extranjera, donde si bien la exposición al dólar estadounidense ha sido significativa, no lo ha sido la exposición a otras monedas extranjeras para el período analizado. Es por ello que la compañía administra caso por caso la exposición financiera neta al dólar estadounidense utilizando diferentes instrumentos derivados y/o préstamos en moneda extranjera.

Al 30 de Junio de 2014, la empresa posee instrumentos derivados, por un valor contable neto expresados en dólares, equivalente a la suma de \$2.051 millones (pasivo), lo notable es que para la misma fecha del 2013 y el 2012, la suma ascendía a \$1.196 millones y \$592 millones respectivamente. Es decir se observa una mayor cobertura al pronunciarse la devaluación.

Es así que se estima que permaneciendo los demás factores constantes, una apreciación del 10% del dólar estadounidense respecto del peso argentino implicaría un aumento en la pérdida antes de impuestos por un monto de \$205 millones, y estima que una depreciación de la moneda estadounidense respecto de la moneda local, ocasionaría similar resultado pero con sentido opuesto, es decir, una reducción de la pérdida en \$205 millones.

De acuerdo a los Estados financieros separados al 30 de Junio de 2014 y 2013 y por los ejercicios finalizados el 30 de Junio de 2014, 2013 y 2012, en el Estado de Resultados, se distingue el rubro contable llamado Resultados Financieros netos por un importe negativo de \$876.593.000, \$260.710.000 y \$166.987.000 para los ejercicios finalizados el 30 de junio de 2014, 2013 y 2012 respectivamente. Este es el rubro que contiene entre otros, a las denominadas diferencias de cambio. En el cuadro siguiente se observa sus partes componentes:

CUADRO N° V **Resultados Financieros Netos – Cresud S.A.** (Importes expresados en miles de pesos argentinos)

Resultados financieros, netos	30 de Junio de 2014	30 de Junio de 2013	30 de Junio de 2012
Ingresos financieros: - Intereses ganados.	25.935	13.673	9.383

- Diferencias de cambio	105.705	22.344	13.158
Ingresos financieros	131.640	36.017	22.541
Costos financieros:			
- Intereses perdidos	-200.679	-126.576	-110.074
- Diferencia de cambio	-896.985	-168.522	-68.929
- Otros costos financieros	-11.730	-12.029	-11.855
Costos financieros	-1.109.394	-307.127	-190.858
Otros resultados financieros:			
- Ganancia por valuación a valor razonable de activos financieros con cambios en resultados ...	138.632	10.291	153
- Resultado por recompra de obligaciones negociables	289	-	-
- Ganancia por cambios en el valor razonable de derivados embebidos en préstamos	-	64	139
- (Pérdida) / Ganancia por instrumentos derivados financieros (excepto commodities)	-37.760	45	1.038
Total otros resultados financieros	101.161	10.400	1.330
Total resultados financieros, netos	-876.593	-260.710	-166.987

Fuente: Nota N° 32 de los Estados financieros separados al 30 de Junio de 2014 y 2013 y por los ejercicios finalizados el 30 de Junio de 2014, 2013 y 2012 (Corregidos).

Disponible en www.cnv.gob.ar

Como se observa en el cuadro precedente, de los conceptos que incluyen los resultados financieros, el que más se diferencia de un año a otro en cuanto a importe, son justamente las diferencias de cambio. Para el 2013, las diferencias de cambio negativas representaron 1,44 veces más que el mismo período vencido en 2012; y en el 2014, aumentaron más de 4 veces las que se obtuvieron en 2013. Por otro lado los ingresos por diferencias de cambio, resultaron ser superiores en 0,69 y en 3,73 veces para respectivos períodos.

Aquí se demuestra que las diferencias de cambio aumentaron en gran medida en el ejercicio terminado el 30 de junio de 2014, período que incluye la mayor devaluación. Por su estructura patrimonial, al tener pasivos dolarizados, las diferencias negativas superaron ampliamente las positivas, y es así que el resultado financiero neto, resultó significativamente afectado por el proceso devaluatorio.

Para relacionarlo con los otros conceptos del resultado, teniendo en cuenta que la pérdida antes del impuesto a las ganancias para el ejercicio finalizado el 30 de junio de 2014, es de \$1.158.418.000, el resultado neto por diferencia de cambio que surge considerando los ingresos y egresos por dicho concepto es una pérdida que asciende a \$791.280.000, y representa un 68,31% del resultado antes de impuesto a las

ganancias. En este caso se observa la gran influencia de la devaluación sobre los estados contables de la empresa, que hace pasar de un resultado negativo antes de impuesto a las ganancias y resultados financieros por diferencias de cambio netas de \$367.138.000 a más de mil ciento cincuenta millones de pesos en pérdidas.

El siguiente cuadro detalla el pasivo de la empresa al 30 de junio del 2014 y del 2013, situación inicial y situación de cierre de ejercicio, que combinadas con la devaluación del periodo originó una significativa pérdida por diferencia de cambio:

CUADRO N° VI

Préstamos por moneda - Cresud S.A.

(Importes expresados en miles de pesos argentinos)

Préstamos por moneda	Al 30 de Junio de 2014	Al 30 de Junio de 2013
A tasa fija:		
Peso argentino	154.509	42.860
Dólar estadounidense	2.303.674	1.256.528
Subtotal préstamos a tasa fija	2.458.183	1.299.388
A tasa variable:		
Peso argentino	351.072	311.090
Dólar estadounidense	120.630	84.046
Subtotal préstamos a tasa variable	471.702	395.136
Total préstamos bajo análisis	2.929.885	1.694.524
Arrendamientos financieros	538	537
Total préstamos según el Estado de situación financiera	2.930.423	1.695.061

Fuente: Nota N° 5 de los Estados financieros separados al 30 de Junio de 2014 y 2013 y por los ejercicios finalizados el 30 de Junio de 2014, 2013 y 2012. Disponible en www.cnv.gob.ar.

En el mismo, se observa un gran aumento en los saldos de los pasivos de un año a otro, asimismo se observa que la mayoría se encuentran nominados en dólares estadounidenses lo que origina una exposición muy fuerte a las variaciones en el tipo de cambio, y si bien hubo un aumento genuino del pasivo originado en nuevas deudas, el gran aumento provino de la apreciación del dólar respecto al peso argentino.

Ya al hablar a nivel de Grupo Económico, es decir Cresud y sus subsidiarias, ejerce actividades en Brasil, Bolivia y Paraguay desarrollando proyectos de inversiones en dichos países y comercializando su producción en los mismos. Si bien, presenta sus estados financieros consolidados en pesos argentinos, realiza sus operaciones en distintas monedas, con lo que está expuesto al riesgo de moneda extranjera al poseer activos y pasivos expresados en una moneda distinta a la funcional.

Al igual que lo que ocurre con los estados financieros separados de la empresa, la moneda extranjera más representativa en sus operaciones es el dólar

estadounidense, moneda a la cual se expuso significativamente. Cosa que no ocurrió con las otras monedas extranjeras.

Es por ello, que las diferencias de cambio netas ascienden a una pérdida de \$1.899.521.000 para el periodo finalizado el 30 de junio de 2014, siendo los ingresos por el concepto de \$153.856.000 y las pérdidas de \$2.053.377.000. Pérdida por diferencia de cambio que comparada con el ejercicio anterior donde no hubo una fuerte devaluación como la de enero de 2014, ascendió a \$596.382.000, siendo el resultado negativo neto por el concepto de \$491.696.000, es decir que en un año se elevó casi tres veces más, y no fue sólo por el aumento de los pasivos en moneda extranjera, sino que la apreciación del dólar fue mayor al período anterior. Por ejemplo, dentro del concepto de prestamos el Grupo posee al 30 de junio de 2014 un saldo de USD 677.365.000, y para la misma fecha del año anterior el saldo era de USD 399.691.000; es decir mientras los prestamos nominados en dólares estadounidenses aumentaron un 69% en el transcurso de un año, las diferencias de cambio originadas en pasivos aumentaron un 244,30%. Este hecho evidencia la depreciación del peso con respecto al dólar estadounidense.

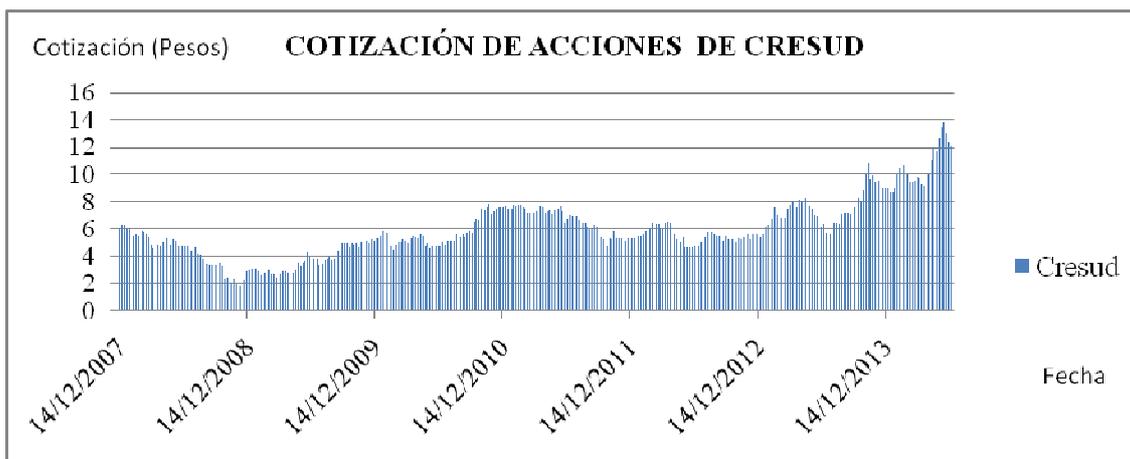
Ahora bien, en el análisis del flujo de efectivo y equivalentes, se observa que estas diferencias de cambio no generaron una disminución de efectivo, sino que es una cuestión contable basado en el criterio de lo devengado, pero que permite proyectar en los flujos de fondos futuros teniendo en cuenta que cuando se paguen los pasivos existentes, los pagos se realizarán de acuerdo a un tipo de cambio que ha aumentado. Esto es importante ya que el efectivo disponible para los accionistas se ve reducido en el tiempo, y por consiguiente el valor descontado de los flujos de fondos también lo es, y con ello el valor de la empresa.

Asimismo se observa en el Estado de Flujo de efectivo consolidado (corregido), un aumento concreto del efectivo y equivalentes de efectivo producto de liquidación de tenencias de moneda extranjera, esto origino un aumento del efectivo de \$404.433.000. Por lo que visto en un período de tiempo, la devaluación contribuyó a la generación de efectivo, pero sabemos que en posteriores ejercicios las diferencias negativas contribuirán a disminuir el efectivo y los equivalentes de efectivo cuando haya que pagar los pasivos que originaron los resultados negativos por diferencias de cambio.

3.4.2.4. Correlación con la devaluación.

En el gráfico siguiente se muestra las cotizaciones de la acción que representa al capital de la compañía estudiada, correspondientes al último día hábil de cada semana en el período comenzado el 10/12/2007 y finalizado el 30/06/2014.

Grafico V Cotización de acciones de Cresud S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a valores históricos diarios de la cotización de la especie Cres disponible en la página web de Puente Hnos el 01/11/2014.

En el mismo se observa un mínimo para el cuarto trimestre de 2008 y un máximo para el segundo de 2014, con un coeficiente de dispersión de 6,11% que indica una volatilidad mayor al 1,09% correspondiente al tipo de cambio peso-dólar estadounidense en el mismo período.

Del apartado precedente se desprende que la devaluación afecta negativamente al valor de la empresa, y esto queda demostrado en el coeficiente de correlación negativo de 0,05071505. Si bien en todo el período hay otros factores que influyen en el valor de la compañía, siendo muy débil la influencia del tipo de cambio en el conjunto de factores y para todo el período considerado, el valor del coeficiente confirma una relación entre las variables precio de la acción y tipo de cambio, y que ésta es negativa en el mediano plazo. Es decir, si la devaluación toma un valor superior a su media, se espera que la acción tome un valor por debajo de la suya. Es así que la afecta negativamente. Pero también es probable que ocurra que ambas variables superen su media, dándole a la relación una característica de debilidad.

Pero si analizamos solamente el periodo anual que coincide con el ejercicio contable de la empresa finalizado el 30 de junio de 2014, el coeficiente de correlación se torna positivo con un valor de 0,07722336 según mis cálculos. Es decir, que el valor de las acciones tiende a subir al aumentar el tipo de cambio, pero de una forma también muy débil.

En mencionado período, el precio de la especie CRES, que hace referencia al precio de la acción comercializada en el Mercado Bursátil, ascendió de \$5,75 a \$12,75 por acción. Este gran incremento de 121,74%, confirma la tendencia de la influencia de la devaluación, sin dejar de considerar el efecto de otras variables.

Es más, en un periodo cuatrimestral comenzado el 01/11/2013 y finalizado el 28/02/2014, que involucra la fuerte devaluación vivida en enero, el coeficiente de correlación toma el valor de 0,36043459 demostrando que en la relación si bien el tipo de cambio no es determinante del valor de la acción, asume mayor influencia y preponderancia con respecto a otros factores. Aquí, el valor de cotización de la acción comenzó cerrando en \$9,65 y terminó en \$9,5. Pero recordamos que estos son valores en un momento determinado y originado por la coyuntura del momento, y

que el coeficiente de correlación se toma teniendo en cuenta la relación periódica de esos valores y los correspondientes al tipo de cambio. Es así que da cuenta de la fuerza de la relación, el hecho de que en el mes de enero de 2014 el papel comenzó cotizando a \$8,70, y al 31 de dicho mes, la acción cotizaba \$10,65. El aumento de 22,41% en el precio de cotización, acompaña casi a la par, el aumento del tipo de cambio.

Pero este es un análisis de corto plazo, que se correlaciona con el flujo de fondos positivo y realizado (efectivo), originado en el periodo anual producto de las diferencias de cambio positivas. Pero cuando se observa más de un periodo o ejercicio económico, las diferencias de cambio negativas son mayores a las positivas, y sólo hay que esperar a que se realicen y se hagan efectivas cuando se paguen los pasivos. Por consiguiente la balanza se inclina hacia una disminución de efectivo por este concepto en el mediano plazo, y es así que el coeficiente de correlación se torna negativo asumiendo el valor de -0,05071505.

Conclusión:

Cresud SA, que es una empresa dedicada a la actividad agrícola, ganadera, a la inversión en campos y en tecnología, que expresa sus estados contables en pesos argentinos y que ejerce actividades en Brasil, Bolivia y Paraguay, por lo que opera en varias monedas extranjeras siendo la más representativa el dólar estadounidense, se ve afectada por un proceso devaluatorio

Por un lado, al tener una estructura patrimonial donde los pasivos dolarizados superaron ampliamente a los activos en dicha moneda, en el ejercicio económico donde sobrevino una fuerte devaluación, lo que originaron que el resultado neto por diferencia de cambio sea una pérdida que representa un 68,31% del resultado antes de impuesto a las ganancias.

Pero por otro lado, al poseer tenencias de moneda extranjera y liquidarlas, la devaluación permitió un aumento concreto del efectivo y equivalentes de efectivo, pero sabemos que en posteriores ejercicios las diferencias de cambio negativas contribuirán a disminuir el efectivo y los equivalentes de efectivo cuando haya que pagar los pasivos nominados en moneda extranjera. Situación que se ve reflejada en el coeficiente de correlación, que en el periodo anual mencionado, se torna positivo con un valor de 0,07722336, y con una relación más fuerte con un análisis más acotado en tiempo, incluyendo el mes de enero de 2014. Pero en un mediano plazo, la balanza se inclina hacia una disminución de efectivo ya que los pasivos dolarizados superan a los activos en dicha moneda, y es así que el coeficiente de correlación se torna negativo asumiendo el valor de -0,05071505.

3.4.3. Caso: Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima (IRSA).

3.4.3.1. La Empresa.

IRSA (Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima) es una sociedad comercial de capitales argentinos fundada el 23 de Junio de 1993 y cuya actividad principal es la inversión en bienes raíces.

En 1991 fue adquirida por la administración actual reestructurando objetivos y comenzando un proceso de adquisiciones de empresas estratégicas diversificando su campo de acción. Es así que desde 1996, a través de su subsidiaria Alto Palermo S.A. (APSA), se incorporó en el segmento de los centros comerciales (“shoppings”). Luego, en 1997 IRSA incursionó en el mercado hotelero adquiriendo el Hotel Llao Llao ubicado en la ciudad de Bariloche, y el Hotel Intercontinental en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Además, a partir de 2004, la empresa comenzó a aumentar su participación accionaria en el Banco Hipotecario S.A. donde al 30 de Junio de 2014 poseía una participación cercana al 30%.

Gracias a su proceso de expansión y junto con numerosas empresas que controla, conforma el grupo inmobiliario más grande de la Argentina. Sus propiedades se encuentran altamente diversificadas ya que sus actividades abarcan:

-La adquisición, desarrollo y operación de edificios de oficinas y otras propiedades de alquiler;

-La adquisición, desarrollo y operación de centros comerciales, incluyendo actividades relacionadas de financiación al consumo;

-La adquisición y desarrollo de inmuebles destinados a vivienda principalmente para su venta;

-La adquisición y operación de hoteles de lujo;

-La adquisición de reservas de tierra en zonas estratégicas como reserva para futuros desarrollos o para su venta; y

-La inversión inmobiliaria en determinados activos fuera de la Argentina.

Además de poseer una participación del 29,77% en Banco Hipotecario S.A.

Entre la veintena de empresas integrantes del grupo económico, pueden destacarse:

Alto Palermo S.A. (APSA): dedicada al desarrollo, titularidad y administración de centros comerciales. APSA posee, además, como empresa subsidiaria, a Tarshop S.A., que con su tarjeta de crédito, Tarjeta Shopping, se dedica a la financiación del consumo.

Cresud S.A.: es la empresa líder agropecuaria de la Argentina, dedicada tanto a la compra-venta de campos, como a su producción. Ver punto 3.5.2.

IRSA Cyrela (CYRSA S.A.): joint venture creado junto con Cyrela Brazil Realty, principal compañía inmobiliaria del Brasil, dedicada al desarrollo de edificios residenciales.

3.4.3.2. Últimos Hechos Relevantes.

Dentro de los hechos que inciden en el valor de las acciones que forman parte del capital social, se pueden mencionar los siguientes:

-Recompra de acciones. Como se mencionó en el apartado 3.4.2.2 este hecho tiende a aumentar el valor de la acción y por consiguiente, el de la compañía, al verse beneficiados los índices financieros y al aumentar la ganancia o dividendos por acción que queda en circulación.

En el ejercicio económico cerrado el 30 de junio de 2014 IRSA ha realizado recompra de 4.904.697 acciones por un valor aproximado de \$47.100.000 que representan al 0,8476% del capital social.

Luego del cierre, y basándose en el hecho de haber alcanzado el objetivo de recuperación del precio de la acción de la Sociedad, el Directorio ha decidido finalizar el plan de adquisición de acciones propias.

-Venta parcial del edificio “La Nación” realizada al inicio del 2014. Este hecho generó un aumento de precio de la acción por la venta y luego hubo una toma de ganancias por parte de los inversores que lo hizo disminuir nuevamente y estancarse por la pérdida de ingresos del alquiler de las oficinas.

-Adquisición de Reserva de Tierra “La Adela” en Lujan, Provincia de Buenos Aires. Es un predio de 1.058 hectáreas, con una alta potencialidad de desarrollo urbanístico dada su cercanía a la Ciudad de Bs. As., y cuya adquisición presenta la finalidad de un futuro desarrollo inmobiliario.

-Generó pérdida financiera y contable, ya que la devaluación los perjudicó por sus pasivos dolarizados y a su vez, las normas contables no permiten revalorizar sus activos que están valuados al costo histórico.

-El segmento hotelero se vio favorecido por la evolución del tipo de cambio del último trimestre: recuperaron sus niveles históricos de ocupación y renta luego de dos años de menor actividad.

-El 11/05/2014 la Sociedad invirtió aproximadamente USD109,5 millones en Dolphin Found Ltd. , un fondo de inversión que se rige por la Ley de Isla Bermuda. Esta inversión se muestra como un hecho positivo ya que le permite diversificar aún más sus inversiones y con ello, su riesgo, dado que el fondo invierte en otros mercados distintos al local y en otros sectores de la industria, tales como, real estate, retail, agroindustria, producción de petróleo y gas, seguros, telecomunicaciones, etc.

A su vez, existen dos proyectos de centros comerciales próximos a desarrollarse, uno en Neuquén y otro más próximo en Palermo llamado Distrito Arcos, que generarán mayores resultados y activos dolarizados, según los usos y costumbres del país. Esto último es importante, ya que si bien IRSA tiene pasivos en dólares, también tiene activos cotizados en dicha moneda, y al ser estos últimos mayores que los primeros, generan un incremento de valor que si bien no se refleja en los resultados contables, los inversionistas ven este hecho y por eso se espera un aumento de valor a medida que la moneda local se devalúe.

En el párrafo anterior se entiende como activo dolarizado a los inmuebles en sí mismos, ya que si bien sus costos son en moneda local, y se registran a su costo histórico, el mercado los cotiza en dólares. Esto no quiere decir que su destino sea la venta, y que si ello ocurriera, la transacción de venta se haga en dólares, sino que el valor de mercado de ese activo que se incorpora tiene su valor expresado en dólares; con lo cual la devaluación hace que el mismo activo tenga en pesos un valor de mercado mayor.

3.4.3.3. Análisis sobre los Estados Contables.

Al igual que su controlante, Cresud S.A., IRSA presenta sus estados contables expresados en pesos argentinos, pero está sujeta al riesgo de moneda extranjera ya que opera en varias monedas además de su funcional, el peso argentino.

Una herramienta que utiliza la sociedad para administrar este riesgo, es a través de instrumentos derivados como contratos de tipo de cambio futuro, que al 30 de junio de 2014 no habían pendientes.

Pero pasemos a analizar el patrimonio de la empresa y en qué le afecta la devaluación. Por el lado del activo, un rubro que merece atención es el denominado “Propiedades de Inversión” que incluye oficinas, edificios, torres y reservas de tierra que generan ingresos por alquileres y servicios. Al 30 de junio de 2014, fecha de cierre del ejercicio contable, el “Resultado por venta de propiedades de inversión” neto de los costos operativos directos, fue de \$235.698.000, superior al obtenido en el período anterior de \$183.532.000. Pero más allá del resultado originado por estos alquileres y servicios, lo que importa es la valuación de los activos. En el siguiente cuadro se muestra la valuación de los componentes de este rubro contable:

CUADRO VII
Valuación de Propiedades de Inversión – IRSA
(al 30 de Junio de 2014)
(Importes expresados en miles de pesos argentinos)

	Oficinas y otras propiedades de alquiler	Reservas de Tierra	Total
Valor Residual	617.416	119.449	736.865

Fuente: Estados financieros separados al 30 de Junio de 2014 y 2013 y por los ejercicios finalizados el 30 de Junio de 2014, 2013 y 2012 (Corregidos). Nota a los estados financieros separados (corregidos) N° 7.

Si bien, en los estados financieros la empresa valúa sus propiedades de inversión al costo histórico neto de depreciaciones, el valor razonable de los bienes basados en valores comparables de mercado, asciende a \$4.255,4 millones (\$4.255.400.000) al 30 de junio de 2014 y a \$3.543,9 millones para la misma fecha del año 2013.

Cabe destacar, que en el último ejercicio económico no se han producido modificaciones, altas o bajas de propiedades dentro del rubro contable, con lo cual la diferencia de un año a otro en el valor razonable corresponde a su apreciación del valor en el mercado. Un componente más que importante, es que el valor de referencia de los inmuebles se nomina en dólares estadounidenses, con lo que un aumento en el tipo de cambio tiende a aumentar también el valor del inmueble.

Es así que aunque en los estados financieros no se refleje el aumento del valor de estos inmuebles producto de la apreciación del dólar sobre el peso argentino, si en algún momento la empresa se liquida, o pone a la venta los bienes que integran el rubro, generará una gran ganancia por la diferencia entre el Valor de Libros y el Valor Razonable de mercado. Ganancia que traducida a flujo de fondos, hará aumentar sensiblemente el valor empresarial.

Por el lado del pasivo, la empresa presenta un gran monto de préstamos nominados en dólares. El siguiente cuadro los desglosa por tipo de moneda y por variabilidad de la tasa de interés.

CUADRO VIII

Detalle de préstamos por moneda – IRSA

(Importes expresados en miles de pesos argentinos)

Detalle de Préstamos por moneda	30 de junio de 2014 (corregido)	30 de junio de 2013
	(en pesos argentinos)	
A tasa fija:		
Dólar estadounidense	2636183	1884587
Subtotal Préstamos a tasa fija:	2636183	1884587
A tasa variable:		
Peso Argentino	417111	291845
Dólar estadounidense	66140	43801
Subtotal Préstamos a tasa variable:	483251	335646
Total préstamos bajo análisis	<u>3119434</u>	<u>2220233</u>
Arredamientos financieros	356	123
<u>Total préstamos según estado de situación financiera</u>	<u>3119790</u>	<u>2220356</u>

Fuente: IRSA Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima. Estados financieros separados al 30 de junio de 2014 y 2013, y por los ejercicios finalizados al 30 de junio de 2014, 2013 y 2012 (Corregidos). Nota a los estados financieros número 4:

administración del riesgo financiero. Apartado a): Administración del riesgo de mercado. Pg. 16. Extraído de la página web www.cnv.gob.ar el 25/11/2014.

Del mismo se desprende que al 30 de junio de 2014 los préstamos nominados en dólares representan un 86,62% del total según el estado de situación financiera, con lo cual se observa la exposición de la sociedad al riesgo de moneda extranjera.

Para ilustrar este riesgo, tomemos una obligación negociable emitida por la empresa a tasa fija y nominada en dólares estadounidenses, por ejemplo la ON IRSA Vencimiento 2017. Ésta se emitió el 2 de febrero de 2007, por un importe de U\$D 150.000.000 a un plazo de 10 años, y abonando intereses del 8,5% anual a través de pagos semestrales por período vencido cada 2 de febrero y cada 2 de agosto de cada año (el primer pago fue el 2 de agosto de 2007). La amortización del capital es al vencimiento, pudiendo rescatar las Obligaciones Negociables en cualquier momento a partir de los 5 años desde que se emitieron.

Considerando que no hubo rescates de ON en el ejercicio económico finalizado el 30 de junio de 2014, y que los intereses corridos en ese momento son similares a los generados para la misma fecha del 2013, el saldo a abonar expresado en pesos difiere sensiblemente de un año a otro, siendo de \$1.260.248.000 y de \$833.617.000 respectivamente. Esto se debe a que al 30 de junio de 2013 el tipo de cambio era de 5,3852 pesos por dólar estadounidense, y un año después de 8,1327 pesos por dólar estadounidense; un 51% mayor. Es así que la empresa se ve perjudicada por este hecho generando una pérdida por diferencia de cambio aún mayor a la del año anterior e influyendo en el estado de flujo de fondos proyectado haciendo aumentar el importe de los pagos de intereses y del capital al vencimiento de la Obligación Negociable. Disminuciones de efectivo que perjudican el precio de las acciones que representan el capital empresarial.

Estas diferencias de cambio se observan en el siguiente cuadro que detalla los componentes del Resultado financiero neto.

CUADRO IX

Resultados Financieros Netos – IRSA

(Importes expresados en miles de pesos argentinos)

Resultados Financieros Netos	30/6/2014 (corregido)	30/6/2013
Ingresos Financieros:		
- Intereses ganados	26.499	12.892
- Ganancia por diferencia de cambio	113.815	51.558
Total Ingresos Financieros	140.314	64.450
Costos Financieros:		
- Intereses perdidos	-340.172	-229.787

- Pérdida por diferencia de cambio	-920.853	-305.654
- Otros costos financieros	-15.082	-11.857
Total costos financieros	-1.276.107	-547.298
Otros resultados financieros:		
- (Pérdida)/Ganancia por valuación a valor razonable de activos financieros	-7.641	19.752
- Resultados por instrumentos financieros derivados, netos	1.076	-----
- Ganancia por recompra de obligaciones negociables	-----	10.299
Total otros resultados financieros	-6.565	30.051
Total resultados financieros netos	-1.142.358	-452.797

Fuente: IRSA Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima. Estados financieros separados al 30 de junio de 2014 y 2013, y por los ejercicios finalizados al 30 de junio de 2014, 2013 y 2012 (Corregidos). Nota a los estados financieros número 32: Resultados financieros, netos. Pg. 56. Extraído de la página web www.cnv.gov.ar el 25/11/2014.

Como se puede apreciar, las pérdidas y ganancias por diferencia de cambio acompañaron el curso del tipo de cambio, aumentando un 200% y 120% respectivamente. Si bien no fue motivado sólo por el comportamiento de dólar frente al peso argentino, este hecho ejerció una gran influencia como lo hemos visto con el ejemplo de las obligaciones negociables con vencimiento en 2017.

De hecho, el resultado por diferencia de cambio neto ascendió a un resultado negativo de \$807.038.000, equivalente a un 70,64% de los resultados financieros, netos y totales. A su vez, este importe explica en gran medida la pérdida del ejercicio, ya que el resultado antes del impuesto a las ganancias fue una pérdida de \$1.067.132.000, es decir, que el 75,62% de dicha pérdida es producida solamente por los resultados netos por diferencia de cambio.

Por último, desmembrando la ganancia por diferencia de cambio y además, por el lado del activo, más específicamente por el dinero en efectivo y equivalentes de efectivo, se generó un flujo de efectivo positivo por diferencia de cambio del efectivo y equivalentes, de casi 6 millones de pesos. Importe que no siendo relevante teniendo en cuenta el flujo de efectivo negativo que genera el pasivo por dicho concepto a través de los pagos que se realizan, permite ilustrar cómo repercute la diferencia de cambio del efectivo y equivalentes, en el flujo de fondos de la empresa.

3.4.3.4. Correlación con la devaluación.

Como surge del apartado anterior, la devaluación afecta negativamente a la empresa, aunque gracias a la percepción de un activo en bienes inmuebles subvaluado contablemente y la realización de efectivo y equivalentes de efectivo nominados en dólares que permite obtener una ganancia por diferencia de cambio efectiva e inmediata, es probable que haya períodos de correlación positiva.

Este hecho se observa en el período anual comenzado el 1 de julio de 2013 y finalizado el 30 de junio del año siguiente, donde la correlación fue positiva pero débil, y cuyo valor ascendió a 0,05658074. Sin olvidar otras variables que influyen en el precio de la acción y por consiguiente en el valor empresarial, la devaluación tuvo mayor preponderancia ante otros factores en el mes de enero y también en un análisis cuatrimestral considerado desde noviembre de 2013 a febrero de 2014 inclusive. En el primer caso, la correlación positiva ascendió a 0,12488333 y en el segundo a 0,15248483. Correlación que considerada anualmente se ve diluida por otros factores.

Para contextualizar estos valores, en el mes de enero la cotización de la especie IRSA ascendió de \$10,50 a \$11,75, con un pico de \$11,90 el día 23 de dicho mes, momento en que el tipo de cambio se elevó un 8,9% a asumir el valor de 7,52 \$/U\$. Y el período cuatrimestral, inició con el valor de \$10,55 con un tipo de cambio de 5,91\$/U\$, para concluir en \$11,10 a un tipo de cambio de 7,87\$/U\$ el 28 de febrero de 2014.

Luego, si comparamos la correlación de la segunda mitad del ejercicio económico (primer semestre del año calendario 2014) de 0,08235963, con la anual mencionada anteriormente, observamos que en el segundo semestre la devaluación ejerció mayor influencia en el precio de la acción que en el primer semestre (segundo semestre del 2013), lo que origina que la fuerza de la correlación posterior a la fuerte devaluación de enero, se ve mermada anualmente por las características de la devaluación de la segunda mitad del 2013.

En el siguiente cuadro se detallan los valores de correlación anual entre el precio de la acción de la empresa y el tipo de cambio peso/dólar estadounidense:

CUADRO N° X **Coefficiente de correlación anual - IRSA**

Período del 01/07/X0 al 30/06/X1	Coefficiente de correlación	Variación anual en el tipo de cambio
2013 - 2014	0,05658074	51,02%
2012 - 2013	0,02686972	19,00%
2011 - 2012	0,01238375	10,08%
2010 - 2011	-0,14469034	4,56%
2009 - 2010	-0,07162774	3,60%
2008 - 2009	-0,21211805	25,49%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de precios históricos de la especie IRSA y del tipo de cambio peso/dólar, obtenidos de la página web de Puente Hnos. y de información estadística del BCRA respectivamente.

Del cuadro se desprenden dos cosas importantes: vemos que en los últimos tres períodos anuales la devaluación fue mayor que el 10% anual, y en ese contexto el coeficiente de correlación fue positivo. Cuando la apreciación del tipo de cambio estuvo por debajo de ese valor, la correlación cambió de signo.

Extraordinariamente, y por cuestiones que exceden a este trabajo, pero que permite presuponer que en gran medida por la crisis mundial que se vivió a partir del 2008, en el último período considerado, la devaluación influyó negativamente al precio de la acción y no de manera débil, sino mas bien, en forma moderada.

Para mencionados períodos anuales, y teniendo en cuenta la existencia de otros factores que inciden sobre el precio de la especie IRSA, la evolución del tipo de cambio y precio de la acción en el momento de corte de cada anualidad, es la siguiente:

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2013 y el 30/06/2014, el tipo de cambio aumentó un 51,02%, y el precio de la acción un 180% (de \$6 a \$16,8).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2012 y el 30/06/2013, el tipo de cambio aumentó un 19%, y el precio de la acción un 26,58% (de \$4,74 a \$6).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2011 y el 30/06/2012, el tipo de cambio aumentó un 10,08%, y el precio de la acción disminuyó un 18,13% (de \$5,79 a \$4,74).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2010 y el 30/06/2011, el tipo de cambio aumentó un 4,56%, y el precio de la acción un 37,52% (de \$4,21 a \$5,79).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2009 y el 30/06/2010, el tipo de cambio aumentó un 3,60%, y el precio de la acción un 125% (de \$1,87 a \$4,21).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2008 y el 30/06/2009, el tipo de cambio aumento un 25,49%, y el precio de la acción disminuyó un 49,45% (de \$3,7 a \$1,87).

Si bien, los valores en pesos no dan cuenta de la relación periódica y genuina entre ambas variables, al haber otras que influyen sobre el precio de la acción, sirven para contextualizar y dar una idea mejor acabada del valor de esta última en dichos períodos.

Es así que en todo el período analizado, la devaluación ejerció influencia en el valor de la empresa, generando ganancias por diferencias de cambio por los activos dolarizados, y pérdidas por dicho concepto al mantener pasivos nominados en esa moneda extranjera. Tal cual, como se anticipó en el primer párrafo de este apartado, hubo períodos de correlación positiva aunque en el mediano y largo plazo el proceso devaluatorio tienda a perjudicar el precio del papel, es así, que en todo el período bajo análisis la matriz de varianza-covarianza resultó ser la siguiente:

<u>MATRIZ DE VARIANZA - COVARIANZA</u>		
	<i>IRSA</i>	<i>PARIDAD</i>
<i>IRSA</i>	0,000698	-0,000002
<i>PARIDAD</i>	-0,000002	0,000011

Fuente: Elaboración propia sobre la base de valores diarios del tipo de cambio y del precio de la especie IRSA extraído de la página web: Puente Hnos.

Con una covarianza negativa, se observa que en el mediano plazo, el aumento del tipo de cambio por encima del promedio de su valor, genera un aumento del precio del papel, por debajo del propio. A su vez, con desvíos estándares de 0,02641092 y de 0,0032633, para la acción y para el tipo de cambio respectivamente, la correlación asume un signo negativo de 0,02366525.

En resumen, en el período analizado, desde un punto de vista de mediano plazo, los aumentos del tipo de cambio impactan negativamente en el valor de la acción analizada. Pero desde una visión cortoplacista se observa que esa tendencia negativa se ve interrumpida por períodos de correlación positiva cuando la inflación toma el valor de dos dígitos y los demás factores internos y externos coadyuvan a que este hecho ocurra.

Conclusión:

IRSA (Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima) cuya actividad principal es la inversión en bienes raíces, y que produce sus estados contables en pesos argentinos pero opera en varias monedas, ente ellas el dólar estadounidense, es afectada por el aumento del tipo de cambio.

Al poseer activos en bienes inmuebles valuados al costo histórico menos depreciaciones, pero que en el mercado cotizan en dólares, los inversores perciben que esos activos están subvaluados contablemente. Este hecho sumado a que al liquidar tenencias de moneda extranjera, se generó un flujo de efectivo positivo (y diferencias de cambio positiva), se pueden observar períodos de corto plazo en donde el coeficiente de correlación es positivo, y demuestra una relación más fuerte cuando más pronunciada es la devaluación.

Por otro lado, al presentar un gran pasivo nominado en dólares, que al 30 de junio de 2014 representa un 86,62% del total, se ve perjudicada en el contexto de una devaluación generando una pérdida por diferencia de cambio e influyendo en el estado de flujo de fondos proyectado al aumentar los pagos y disminuir el efectivo disponible para los accionistas, perjudicando el precio de las acciones que representan el capital empresarial.

Como surge del apartado anterior, la devaluación afecta negativamente a la empresa en el mediano plazo, verificado con el coeficiente de correlación que muestra una relación débil e inversa, ya que la realización de efectivo nominado en dólares es limitada, la subvaluación de inmuebles no impacta en el flujo de fondos si nunca se venden, y por otro lado, no hay que olvidar que existen otros factores que asumen importancia y también influyen sobre el valor empresarial.

3.4.4. Caso: Longvie S.A.

3.4.4.1. La empresa.

Longvie nace en 1918, cuando su creador inventó un termotanque eléctrico y un termostato especial, y a partir de ese momento dio inicio a la comercialización de artefactos para el hogar.

La empresa creció y se consolidó año tras año, fabricando productos nobles y de alta calidad, y adaptándose a los cambios tecnológicos. Hoy ya convertida en una empresa industrial moderna, se dedica principalmente al perfeccionamiento constante de sus productos.

La expansión y la consolidación le abrieron las puertas para ganar mercado frente a la competencia. Para responder a la creciente demanda, en 1968 se redimensionó la planta de Buenos Aires, instalándola en Villa Martelli, donde su producción se destina al mercado interno y a la exportación.

Sus productos se pueden clasificar en:

Lavado: Secarropas, Lavarropas y Lavavajillas.

Calefacción: Calefactores a Gas por tiro balanceado y Calefactores a Gas por convección.

Calentamiento de Agua: Calefones a Gas, Termotanques a Gas y Termotanques Eléctricos.

Purificación de Aires: Campanas y Purificadores.

Cocción: Cocinas a Gas, Hornos a Gas, Hornos Eléctricos, Anafes a Gas y Anafes Eléctricos.

3.4.4.2. Últimos Hechos Relevantes.

Entre los hechos más resonantes que pueden tener una incidencia en el valor de la compañía se encuentran los siguientes:

-El día 28 de junio de 2014 falleció el Director Titular de la Sociedad Sr. Emilio Bazet, quien fue reemplazado el día 1 de Julio de 2014, por el Dr. Carlos Otto Krause. Este hecho al culminar el período analizado genera incertidumbre respecto de la dirección futura de la empresa, lo cual se refleja en las dos primeras semanas de julio con una caída del 6,21% para luego estabilizarse al ver que la nueva dirección seguía conservando los valores, las formas, los modos de hacer y la cultura en sí del director que acababa de cesar. Con lo que promete un desarrollo sostenido de la empresa de artefactos para el hogar.

-El 8 de agosto de 2014 la empresa colocó Obligaciones Negociables simples no convertibles en acciones, Clase II, por un monto de \$35.000.000, a tasa variable con vencimiento a los 24 meses de su emisión. Esta es una forma habitual de hacerse de dinero para aplicarlos a proyectos que gestionados inteligentemente harán mejorar el rendimiento de la acción y el valor de la compañía.

La percepción positiva de esta emisión se ve reflejada en el valor del papel al incrementarse un 46,70% en tan solo un mes, comenzado el día de la emisión de las obligaciones negociables con un valor de cotización de \$1,82.- por acción, y cotizando a \$2,67.- el 8 de septiembre siguiente.

-Los accionistas que conforman el grupo controlante de Longvie S.A. son:

El accionista Farran y Zimmermann S.A. posee el 49,98% de los votos de Longvie S.A.; el accionista Raúl Marcos Zimmermann posee el 66,61% de los votos de Farran y Zimmermann S.A. y el 6,37 % en forma directa de los votos de Longvie S.A. Con lo que en última instancia es el Sr. Zimmermann el que posee mayor participación en el capital de Longvie S.A.

3.4.4.3. Análisis sobre los Estados Contables.

Al igual que otras compañías mencionadas, Longvie S.A. expresa sus estados contables en su moneda funcional, siendo ésta el peso argentino, debiendo reexpresar aquellas partidas denominadas en moneda extranjera a la fecha de cierre de los estados contables. Esta reexpresión en la valoración de activos y pasivos monetarios sumadas a aquellas que se producen al liquidar operaciones en moneda extranjera, generan resultados por diferencias de cambio, que se reconocen en el resultado del ejercicio en la cuenta “Diferencia de Cambio”.

De acuerdo a los Estados Financieros Intermedios para el período comprendido entre el 1 de Enero y el 30 de Junio de 2014, la diferencia de cambio neta (diferencia de cambio positiva menos diferencia de cambio negativa), ascendió a \$2.719.616; siendo la primera de \$4.834.431, y la segunda, un saldo negativo de \$2.114.815. Suma que comparada con igual período de 2013 la supera ampliamente, ya que para el período del ejercicio anterior la diferencia de cambio positiva ascendió a \$1.770.499, y la negativa a \$413.528. Aquí se observa que la fuerte devaluación del primer semestre de 2014 se vio reflejada sensiblemente en el estado de resultados respectivo. Tal es así, que el aumento del tipo de cambio incidió favorablemente representando en 3,42% del resultado bruto, un 8,67% del resultado antes de impuestos y un 13,43% de la ganancia neta del período.

Ya en los estados financieros trimestrales y correspondientes al período finalizado el 31 de Marzo de 2014, se podía apreciar que la fuerte devaluación del peso argentino ocurrida en enero, generó un resultado favorable para el primer trimestre, motivado por un balance positivo entre activos y pasivos en moneda extranjera. Situación que se repitió en el segundo trimestre del 2014, ya que se torna política de la empresa la de mantener un equilibrio entre los pasivos y los activos nominados en moneda extranjera, con el fin de reducir el riesgo de efectos negativos significativos sobre la estructura patrimonial y sobre los resultados del ejercicio, en el caso que ocurra alguna variación en el tipo de cambio como la ocurrida a principios del 2014.

El siguiente cuadro muestra la clasificación de los créditos y deudas de acuerdo al tipo de moneda nacional y extranjera, correspondiente a los estados financieros finalizados el 30 de Junio de 2014:

CUADRO N° XI

Clasificación de Créditos y Deudas – Longvie S.A.

(Valores expresados en pesos argentinos correspondientes al 30 de Junio de 2014)

Longvie S.A.	Moneda	
	Nacional	Extranjera
Créditos	123.388.569	5.609.608
Deudas	175.824.646	26.423.236

Fuente: Elaboración propia en base a datos aportados por los Estados Financieros Intermedios por el período de seis meses finalizado el 30 de Junio de 2014.

En lo que respecta a las partidas denominadas en moneda extranjera se observa un saldo de deudas mucho mayor a la de los créditos. Dando la impresión de que ese saldo no es coherente con la diferencia de cambio positiva que se registró en el período. Para tener un panorama más amplio, se adjunta el siguiente cuadro con la composición de los activos y pasivos nominados en moneda extranjera y su comparación con el cierre de ejercicio 2013.

CUADRO N° XII

Composición de Activos y Pasivos en moneda extranjera – Longvie S.A.

RUBROS	30/06/2014			31/12/2013	
	Monto y Clase de la Moneda Extranjera	Cambio Vigente \$	Monto en Moneda Nacional \$	Monto en Moneda Nacional \$	
<u>ACTIVO</u>					
<u>ACTIVO</u>					
<u>CORRIENTE</u>					
<u>Efectivo y equivalentes</u>					
Caja	U\$S 18.642,39	8,033	149.754	118.332	
	Reales 501	3,35	1.678	1.328	
	Pesos Colombianos -----	0,0041	-----	31	
	Euros 3.693,97	10,9908	40600	37047	
			192.032	156.738	
Bancos	U\$S 833.570,32	8,033	6.696.070	5.748.851	
			6.696.070	5.748.851	
Plazo Fijo en U\$S	U\$S 1.006.842,58	8,033	8.087.966	6.522.112	
			8.087.966	6.522.112	

<u>Creditos comerciales y otros</u>					
Deudores por exportación	U\$\$	29.125,87	8,033	233.968	74.900
Reintegro de exportación	U\$\$	397.651,25	8,033	3.194.332	2.623.360
Anticipo a proveedores Bs.de Cambio	U\$\$	20.147,28	8,133	163.858	131.380
	Euros	143.339,15	11,1479	1.597.931	133.646
Anticipo a proveedores Bs.de Uso	Euros	37.632,08	11,1479	419.519	5.670.279
				5.609.608	8.633.565
TOTAL ACTIVO CORRIENTE				20.585.676	21.061.266
TOTAL ACTIVO				20.585.676	21.061.266
<u>PASIVO PASIVO CORRIENTE</u>					
<u>Acreeedores comerciales</u>					
Comunes	U\$\$	2.273.891,83	8,133	18.493.562	6.538.987
	Euro	58,44	11,1479	651	527
				18.494.213	6.539.514
Acreeedores del exterior	U\$\$	161.329,39	8,133	1.312.092	372.243
	Euro	593.558,49	11,1479	6.616.931	1.351.752
				7.929.023	1.723.995
TOTAL PASIVO CORRIENTE				26.423.236	8.263.509
TOTAL PASIVO				26.423.236	8.263.509

Fuente: Estados Financieros Intermedios por el período de seis meses finalizado el 30 de junio de 2014 (Longvie S.A.). Nota 21, Activos y Pasivos en moneda extranjera.

Como se puede apreciar, por el lado de los activos, los saldos iniciales se vieron incrementados por un aumento en el tipo de cambio además de nuevos activos.

No olvidemos que Longvie S.A. se hace de moneda extranjera al exportar y la liquida al importar, si es que no toma deuda. Pero en el caso de los anticipos a proveedores de bienes de uso y las tenencias en cuentas bancarias y en plazos fijos, que se redujeron notablemente, produjeron la mayor diferencia de cambio positiva del período semestral.

Por el lado de los pasivos, éstos sufrieron un aumento genuino y en gran medida, que al generarse en la mayoría de los rubros luego de la gran devaluación de enero, la diferencia de cambio negativa no superó a la ocasionada por los activos. Y si bien, la empresa trata de equilibrar los activos y pasivos en moneda extranjera, de mantener esas diferencias entre pasivos y activos, generará una diferencia de cambio negativa para el ejercicio económico finalizado en diciembre de 2014, que impactará negativamente en el flujo de fondos proyectado y en el valor de la empresa.

Si nos adentramos en los números de las unidades vendidas, en el segundo trimestre de 2014 cayeron un 13,3% con respecto a igual período del 2013. Sin embargo, si se compara el semestre enero-junio de 2014 contra igual período del año anterior, la caída se reduce al 2,2%.

Pero a pesar de la reducción de unidades vendidas, la facturación del semestre se incrementó un 31,5% con respecto a igual período de 2013, y aumentó la rentabilidad global de la empresa, a través de la mejor mezcla de líneas de productos donde las que tuvieron un mayor peso relativo en las ventas fueron las de mayor rentabilidad.

Su presidente Raúl M. Zimmermann, explica este fenómeno de la siguiente manera:

“Las caídas de ventas mencionadas más arriba son producto del crecimiento de las tasas de interés del mercado y del acortamiento de los plazos de pago sin interés, que es uno de los tradicionales atractivos para la venta de bienes durables en general. Además, luego del reacomodamiento del mercado producido desde el mes de enero pasado, producto de la devaluación del peso, surgió el problema de los holdouts, especialmente a partir del 30 de junio pasado en que los tenedores de algunos bonos soberanos no pudieron cobrar sus cupones de intereses. Sin duda estos cambios afectaron y seguirán afectando el desarrollo de la demanda a través del encarecimiento financiero y del efecto sobre la confianza del consumidor, sin poder hasta el momento determinar con precisión su real efecto sobre nuestras ventas.” (5.6.).

Es decir, la coyuntura macroeconómica del país inundada de incertidumbre, con una devaluación significativa a principios de año y posteriores minidevaluaciones, sumadas al problema del default y la alta inflación, generan el escenario perfecto para afectar la demanda de los productos de la empresa.

Del lado del consumidor, se encuentra el mencionado encarecimiento financiero y la incertidumbre, además de la suba de tasa de interés, que desvían el dinero que la gente pensaba aplicar al consumo; y por el lado del productor, se halla la devaluación que encarece el costo de los productos e insumos importados, pero existe la imposibilidad de trasladar todos los costos al precio final del producto, ya que si se trasladarían manteniendo su margen de ganancia caerían las ventas de los mismos sumado al hecho de que no son bienes de primera necesidad. Por ello, disminuyó el

margen de ganancias para los productos importados, pero sin embargo se produjo una reducción significativa del volumen de ventas de dichos bienes: 3.858 unidades físicas en el primer semestre de 2014, contra 6.329 en igual período del 2013, es decir, una reducción del 39,04% .

El siguiente cuadro muestra la evolución de las ventas en unidades físicas para dar luz a la disminución de ventas de bienes importados. Asimismo se observa también que las exportaciones en bienes disminuyeron un 2,74% y las ventas en el mercado local un 0,83%, en comparación del primer semestre de 2014 con igual período del año anterior.

CUADRO N° XIII **Volumen de ventas en unidades físicas – Longvie S.A.**

<u>Volumen de Ventas</u>	Acumulado Ene./Jun 2014	Acumulado Ene./Jun 2013
Mercado Local Productos Nacionales	165.843	167.227
Mercado Local Productos Importados	3.858	6.329
Exportación	1.310	1.347
Total	171.011	174.903

Fuente: Elaboración propia en base a datos suministrados por Estados Financieros Intermedios por el período de seis meses finalizado el 30 de junio de 2014 (Longvie S.A.). Reseña Informativa. 4. Datos Estadísticos (En unidades físicas). Pág.38.

El problema de no poder trasladar la totalidad de los aumentos de costos de insumos a los precios, data de mediados del 2013, donde ya en los Estados Financieros al 30 de Septiembre de 2013 ponía énfasis en la situación mencionada y que la empresa trata de sobrellevar con el desarrollo de nuevos productos y un permanente análisis de las operaciones fabriles y administrativas.

Este hecho, le juega una mala pasada a la compañía ya que la disminución de ventas de productos importados perjudica el flujo de fondos, aunque no en gran medida si se lo compara con el volumen de ventas totales. Por otro lado el nivel de exportaciones se mantuvo generando divisas que favorecen el resultado positivo por diferencia de cambio.

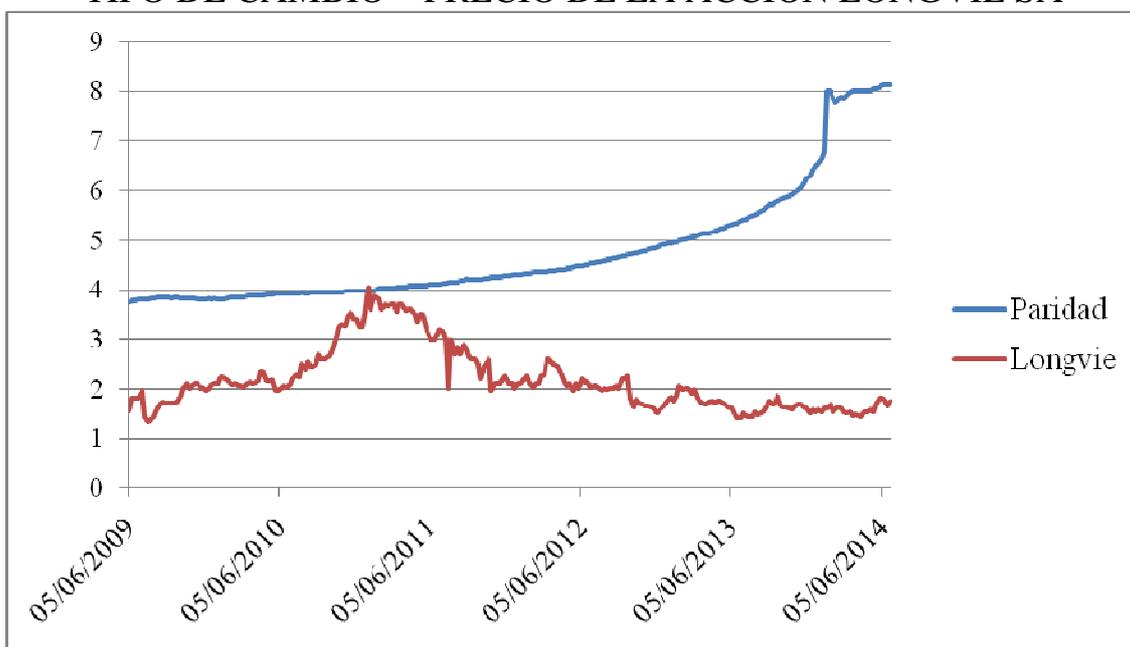
Entonces, y como resumen de la influencia de la devaluación en los estados contables de la empresa estudiada, se vislumbran cambios en dos campos de acción que a su vez se relacionan, el económico y el financiero. Por el lado del primero, el proceso devaluatorio, operó negativamente en las unidades vendidas, principalmente en las importadas, y debido al encarecimiento del producto terminado sumado a la importancia del producto en la vida social. Es decir, que muchos de los productos no son bienes de primera necesidad. Por el lado financiero, la liquidación de activos nominados en moneda extranjera, originaron una diferencia de cambio positiva, pero que a la luz de la escasez del mismo y del aumento del pasivo nominado en dólares estadounidenses, es esperable que se torne negativa para los ejercicios contables futuros, disminuyendo así, el flujo de fondos esperado para los accionistas y con ellos el valor empresarial.

3.4.4.4. Correlación con la devaluación.

Del apartado precedente, se desprende que la empresa al tener una política que trata de equilibrar el Activo y el Pasivo para afrontar variaciones en el tipo de cambio, es esperable dicha variación no repercuta desfavorablemente en un primer momento, tal como ocurrió en el primer semestre de 2014, donde liquidó activos obteniendo una diferencia de cambio positiva. Pero esta política no puede permanecer indefinidamente en el tiempo ya que los Activos son limitados y en algún momento pueden llegar a agotarse. Es por eso que se espera que ante la devaluación, se hallen períodos en que el precio de la acción aumente por encima de su media y en otros por debajo o hasta disminuya, pero en el mediano a largo plazo, la tendencia debería ser esta última, justamente por la característica del Activo que se mencionó en las primeras líneas del presente párrafo.

En el siguiente gráfico se muestran los valores que ha tomado el precio de la acción representativa del capital de la empresa estudiada, y el tipo de cambio correspondiente a la paridad peso-dólar estadounidense para el período comprendido entre el 01 de Junio de 2009 y el 30 de Junio de 2014, considerando la cotización de cierre del último día hábil de cada semana.

GRÁFICO VI
TIPO DE CAMBIO – PRECIO DE LA ACCIÓN LONGVIE SA



Fuente: Elaboración propia en base a valores históricos diarios de la cotización de la especie Long disponible en la página web de Puente Hnos. el 01/11/2014.

Es llamativo observar que mientras la devaluación se da en un proceso prolongado y casi imperceptible como hasta el primer semestre de 2013 el precio de la acción oscila en gran medida a la suba o a la baja dependiendo de diversos factores. Pero cuando el tipo de cambio comienza a tomar impulso y elevarse generando mucha

incertidumbre y efectos que pudimos analizar junto a sus estados contables, la brecha entre ambos se eleva, y el precio de la acción tiende a la baja.

Esto confirma la correlación negativa que debería haber entre ambas variables, en el mediano a largo plazo. De acuerdo a mis estudios, la relación se determina con la siguiente matriz de varianza y covarianza:

MATRIZ VARIANZA -
COVARIANZA

	<i>Paridad</i>	<i>Longvie</i>
<i>Paridad</i>	0,00013068	-0,00000214
<i>Longvie</i>	-0,00000214	0,00433290

Fuente: Elaboración propia sobre la base de valores semanales del tipo de cambio y del precio de la especie LONG para el período comprendido entre el 01 de Junio de 2009 y el 30 de Junio de 2014, extraído de información estadística del BCRA y de la página web de Puente Hnos, respectivamente.

En el período bajo estudio, se desprende que el precio de la acción es más volátil que la variación en el tipo de cambio, obteniendo valores de desvío standard de 6,58% para la primera y de 1,14% para la segunda, infiriendo que no sólo la devaluación influye en el precio de la acción. Afirmamos que el aumento en el tipo de cambio ejerce influencia en el valor de mercado al tomar la covarianza un valor distinto de cero. Es más, su signo negativo verifica lo que se anticipó en el primer párrafo del presente apartado. Bajo esos datos, el coeficiente de correlación asume el valor negativo de -0,002845, denotando una débil influencia en el valor de la especie Long en el mediano plazo.

Para mencionar los valores de la paridad y de la especie LONG y tal como se observa en el gráfico precedente, el tipo de cambio comenzó con un valor de 3,74 \$/U\$S finalizando en 8,132 \$/U\$S, y la cotización de la acción de Longvie SA, pasó de \$1,55 a \$1,77, con picos de \$4,05 en enero de 2011, y una posterior tendencia negativa hasta la fecha de análisis.

Desde una perspectiva cortoplacista, en el mes de enero de 2014 la correlación se tornó negativa asumiendo el valor de -0,185384. Este valor es lógico por la incertidumbre que originó la acelerada devaluación, donde se le comenzó a tomar más importancia en relación a otros factores a la hora de decidir en qué invertir y en qué condiciones financiarse.

En este mes, y recordando que la correlación se obtiene de la relación periódica entre las variables, el tipo de cambio ascendió un 23%, mientras que el valor de cotización de la acción de la empresa, un 6,37%, de \$1,57 a \$1,67 por acción.

Si ampliamos a cuatro meses el horizonte temporal, desde noviembre de 2013 a febrero de 2014 inclusive, el coeficiente de correlación asume el valor de 0,0755052 y para el primer semestre del 2014, el valor de 0,01762738. Ambos, si bien reflejan una débil influencia de la devaluación en el precio de la acción de Longvie S.A., demuestran que en el promedio de los casos, al aumentar el tipo de cambio por encima de su media, también lo hizo el precio de la acción con respecto a su propia media. Y esto es coherente con lo analizado en el apartado precedente, ya que la

empresa liquidó activos dolarizados originando una diferencia de cambio positiva haciendo frente a la devaluación.

En el primer período mencionado, el precio de la acción pasó de \$1,58 a \$1,60; con picos de \$1,70 a mitad de noviembre y de \$1,68 para fines de enero y principios de febrero. Y considerando el primer semestre, la cotización comenzó con un valor de \$1,57 para finalizar en \$1,77 el 30 de junio de 2014.

En el siguiente cuadro se muestran los valores del coeficiente de correlación para los periodos anuales comprendidos entre el 01 de Julio de 2009 y el 30 de Junio de 2014, periodos que considerados todos juntos originan la correlación negativa vista con anterioridad.

CUADRO N° XIV **Coefficiente de correlación anual – LONGVIE S.A.**

Período del 01/07/X0 al 30/06/X1	Coefficiente de correlación	Variación anual en el tipo de cambio
2013 - 2014	0,02119361	51,02%
2012 - 2013	-0,13488087	19,00%
2011 - 2012	-0,12552311	10,08%
2010 - 2011	0,00931263	4,56%
2009 - 2010	-0,0387385	3,60%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de precios históricos de la especie LONG y del tipo de cambio peso/dólar, obtenidos de la pagina web de Puente Hnos. y de información estadística del BCRA respectivamente.

Para mencionados períodos anuales, y teniendo en cuenta la existencia de otros factores que inciden sobre el precio de la especie LONG, la evolución del tipo de cambio y precio de la acción en el momento de corte de cada anualidad, es la siguiente:

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2013 y el 30/06/2014, el tipo de cambio aumentó un 51,02%, y el precio de la acción un 26,43% (de \$1,4 a \$1,77).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2012 y el 30/06/2013, el tipo de cambio aumentó un 19%, y el precio de la acción disminuyó un 31,03% (de \$2,03 a \$1,4).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2011 y el 30/06/2012, el tipo de cambio aumentó un 10,08%, y el precio de la acción disminuyó un 35,55% (de \$3,15 a \$2,03).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2010 y el 30/06/2011, el tipo de cambio aumentó un 4,56%, y el precio de la acción un 57,5% (de \$2 a \$3,15).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2009 y el 30/06/2010, el tipo de cambio aumentó un 3,60%, y el precio de la acción un 9,89% (de \$1,82 a \$2).

Si bien, los valores en pesos no dan cuenta de la relación periódica y genuina entre ambas variables, al haber otras que influyen sobre el precio de la acción, sirven para contextualizar y dar una idea mejor acabada del valor de esta última en dichos períodos.

Conclusión:

Longvie SA que es una empresa que se dedica a la producción y comercialización de artefactos para el hogar en el mercado interno y externo (exportación), y que presenta sus estados contables en pesos argentinos, se ve afectada por el aumento del tipo de cambio.

Por un lado, el proceso devaluatorio, operó negativamente en las unidades vendidas (principalmente en las importadas) y en el margen de rentabilidad de algunos productos que poseen insumos importados. Esto se da porque al aumentar el tipo de cambio, los productos e insumos importados se encarecen en pesos, y es muy difícil trasladar todo el aumento del costo al precio final del producto terminado sin que altere el volumen vendido y/o la rentabilidad marginal. A su vez, se exponenció el efecto al no comercializar bienes de primera necesidad sumado al hecho de que la devaluación y la coyuntura macroeconómica, alimentó la incertidumbre en el consumidor. Dicha caída en las ventas impactan en los resultados y en el flujo de fondos, originando cambios en el valor de las acciones y así, en el valor de la compañía.

Por otro lado, al buscar mantener un equilibrio entre activos y pasivos en moneda extranjera, en el primer semestre de 2014 se generó una diferencia de cambio neta positiva mayor a la obtenida en igual período del año 2013, producto de la liquidación de activos nominados en moneda extranjera; pero que a la luz de la escasez de los mismos y del aumento del pasivo nominado en dólares estadounidenses, es esperable que se torne negativa para los ejercicios contables futuros, disminuyendo así, el flujo de fondos esperado para los accionistas y con ellos el valor empresarial.

Por lo antes dicho, y en el corto plazo se espera que ante la devaluación, se hallen períodos en que el precio de la acción aumente por encima de su media y en otros por debajo o hasta disminuya (ejemplos del primer caso, son los análisis de corto plazo que incluyen la fuerte devaluación de enero de 2014, y ejemplos del segundo, períodos anuales anteriores); pero en el mediano a largo plazo, la tendencia debería ser esta última, principalmente por la escasez del activo. Esto confirma la correlación negativa entre ambas variables, en el mediano a largo plazo, donde el coeficiente denota una débil relación al tomar preponderancia otros factores de influencia.

3.4.5. Caso: Mirgor S.A.C.I.F.I.A.

3.4.5.1. La empresa.

Mirgor SACIFIA, en adelante “Mirgor”, es una empresa nacida en 1983 en Río Grande, Tierra de fuego, y dedicada a proveer sistemas de climatización para la industria automotriz. Pero la dinámica del mercado, y de la administración, hizo que se diversificara a través de adquisiciones estratégicas de empresas, y aprovechando su logística, su tecnología, su experiencia y su capacidad para adaptarse al mercado cambiante y a un país con ciclos económicos muy definidos.

Es así, que en 1995 adquiere la empresa Interclima S.A. generando una integración vertical, ya que en ese momento era su principal proveedor de intercambiadores de calor.

Luego, en 2004, comienza a producir equipos de aire acondicionados residenciales.

En diciembre de 2006, Mirgor S.A.C.I.F.I.A. e Interclima S.A. adquieren un 95% y 5% respectivamente, del capital accionario de la empresa CAPDO S.A. dedicada principalmente al rubro inmobiliario.

En 2009 adquiere IATEC (Industria Austral de Tecnología S.A.), donde amplía su negocio en la industria electrónica de consumo y de telefonía celular.

De esta forma se consolida el Grupo Mirgor (MIRGOR, INTERCLIMA, CAPDO, IATEC) siendo la primera, su Empresa Madre, y diversificando sus líneas de negocios en tres:

*Automotriz. Desarrollada a través de MIRGOR (Sistemas de Climatización automotriz y Cajas de Dirección), y de INTERCLIMA (Enllantados).

*Electrónica de Consumo. Desarrollada a través de INTERCLIMA (aire acondicionado residencial) y de IATEC (Aire acondicionado residencial, microondas, DVD/Blue Ray, TV, Audio, sistema de Home Theater, Notebooks).

*Telefonía Móvil. Desarrollada por IATEC SA quien es fabricante de los teléfonos móviles NOKIA, y recientemente tras un acuerdo con Samsung Electronics Co.Ltd. fabrica teléfonos móviles Samsung.

Al 30 de junio de 2014 posee además, participación en las sociedades CIAPEX S.A. y SAPI S.A., y en el Fideicomiso de Garantía CIAPEXSA. La primer sociedad mencionada, fue constituida en el 2012 a través de un acuerdo con otras sociedades de Tierra del Fuego del rubro Electrónica de Consumo, en el cual se comprometieron a constituir el Fideicomiso de Garantía CIAPEXSA con aportes mensuales que dependerían del monto de las importaciones que realicen. Los aportes se destinarán a CIAPEX S.A., que tendrá como finalidad fomentar y solventar proyectos productivos destinados a la exportación y/o la sustitución de importaciones.

Posteriormente, en marzo de 2013, y como consecuencia del acuerdo mencionado, se ha constituido la Sociedad Administradora de Proyectos de Inversión S.A. (SAPI S.A.) la que se encarga de originar y proponer proyectos de inversión a Ciapex S.A., y además se ocupa de todo el proceso de administrar, planear, asesorar, gestionar y controlar proyectos de inversión, y negociar los términos y condiciones de los proyectos que lleve a cabo la sociedad CIAPEX S.A.

Para concluir, el Grupo posee una Entidad controlante principal que es II Tevere S.A. cuya actividad principal es ser Inversora en acciones de otras sociedades. Posee el 76,47% de votos y el 52% de acciones.

3.4.5.2. Últimos hechos relevantes.

-La sociedad controlada IATEC S.A. realizó en Junio de 2014 una propuesta a Pioneer do Brasil Ltd. para la fabricación de productos electrónicos para automóviles de la marca “Pioneer”. En caso que la propuesta resulte aceptada, Mirgor garantizará solidariamente las obligaciones de IATEC frente a la firma Pioneer do Brasil Ltd.

Este hecho generará la inserción a de un nuevo producto relacionado con la industria automotriz, generando un nuevo mercado y mejorando el flujo de fondos existentes, lo que acarrearía a una mejora en el precio de la acción.

-El 11 de Marzo de 2014 IATEC S.A. aceptó una oferta de la firma Samsung Electronics Co.Ltd., en la cual la primera comenzó a fabricar equipos de radiocomunicaciones celulares móviles de la marca “Samsung”. Asimismo, Mirgor, su controlante, garantizará solidariamente las obligaciones de IATEC S.A. frente a la firma Samsung Electronics Co.Ltd.

Este acuerdo, al igual que el primero garantiza la fabricación y venta de celulares móviles, ampliando su campo de acción en el rubro, proveyendo de productos a la empresa Nokia y a “Samsung”, mejorando el flujo de fondos del Grupo, y con ello, el valor de las empresas que lo componen.

3.4.5.3. Análisis sobre los Estados Contables.

Para comprender lo que reflejan los Estados Contables en los primeros seis meses del año 2014, periodo que incluye la fuerte devaluación de Enero, considero de importancia, mencionar brevemente cómo se desempeñó el Grupo Mirgor en los distintos negocios de incumbencia.

*Automotriz. La industria en sí, registró una caída en su producción del 21,83% en los primeros seis meses del año, producto de la disminución de exportaciones y de la demanda en el mercado local. Esto último se debe, según ACARA, por el aumento de precios de los vehículos por su estructura de costos, y por

la suba de impuestos internos que impactó en el precio de algunos modelos. A su vez, el impacto de la devaluación y del precio de los componentes e insumos importados, acompañados de esa menor demanda en el mercado local hicieron que no se pueda trasladar todo el costo en el precio final de cada automóvil, reduciendo así el margen de utilidad unitario.

En ese contexto, en los primeros tres meses del 2014, las ventas de sistemas para autos con aire acondicionado de Mirgor alcanzaron las 47.863 unidades, una caída del 16,6% con relación a las 57.377 unidades producidas en el mismo trimestre de 2013; y las ventas de sistemas para autos sin aire acondicionado fueron de 1.668 unidades, frente a las 1.877 unidades registradas en similares períodos, una caída del 9.5%.

Ya para el segundo trimestre de 2014 las ventas de Mirgor, en unidades de aire acondicionado, se redujeron un 33,1% comparadas con el mismo trimestre del año anterior, de 75.328 unidades a 50.387. Y las de sistemas sin aire acondicionado disminuyeron un 31,1% comparadas con el mismo período, de 2.586 unidades vendidas a 1.782.

*Electrónica de Consumo.

Aire acondicionado: en el segundo trimestre de 2013 se vendieron 25.825 unidades, mientras que en el mismo período del 2014 la venta alcanzó las 15.893 unidades, es decir una caída del 38,5%.

Caso contrario se dio en el primer trimestre donde la venta aumentó un 38,69% con respecto al mismo periodo del año anterior, por la gran ola de calor sufrida durante el verano. En este período se consideró al producto como un bien de primera necesidad, mermando su venta cuando no se lo consideró de la misma forma con la llegada del otoño.

Hornos a microondas: se observa una tendencia negativa en sus ventas, en el primer trimestre creció sólo un 1% y en el segundo disminuyó un 72,67% comparadas con iguales períodos del año 2013. La situación económica, el aumento de costos de insumos importados que requieren trasladarse a los precios, y el hecho de no ser un bien de primera necesidad produjeron una disminución en su demanda.

Televisores: La demanda de televisores tuvo un comportamiento excepcional por el mundial de futbol. En el segundo trimestre el crecimiento fue del 72,1% y en el primero fue de 38,8%, ambos comparados con igual período del 2013. Si bien los precios aumentaron de un año a otro, la oferta se vio respaldada con promociones y financiaciones con tarjetas de crédito que incentivaron la demanda.

Notebooks: En lo que respecta a la producción de notebooks, la empresa no alcanzó los volúmenes esperados, y se observó una caída con respecto al primer y segundo trimestre de año 2013. En sí, todo el mercado de computadoras personales ha tenido una gran caída principalmente por los altos stocks remanentes y una disminución de la demanda, que se espera que siga con esas características. Esa tendencia negativa se debe que no es un producto de primera necesidad, y por el aumento de sus costos y su precio.

***Telefonía Móvil.** Las ventas de los distintos modelos fueron en caída, un decrecimiento del 28,5% para el segundo trimestre y un 15,9% para el primero, ambos del 2014, con respecto a iguales períodos del 2013.

En este rubro la competencia ha sido muy agresiva en el lanzamiento de nuevos modelos que han generado una baja en la participación de mercado de las líneas que se producen en el Grupo. A su vez, hubo dificultad de abastecimiento en los primeros meses del año que afectó la negativamente producción.

Es así, que vemos que varios factores han influido para bien o para mal en la producción y venta de los distintos productos que se comercializan en el ámbito del Grupo. Siendo la devaluación uno de ellos, que principalmente originó un aumento de costos, un aumento de precios, y con ello una disminución de la demanda dada la poca importancia de los bienes producidos en la vida diaria de la población, frente a otros de primera necesidad.

A continuación, se intentará mostrar brevemente estos efectos en los estados contables del Grupo y de la empresa individual analizada, para los dos primeros trimestres del 2014.

Del análisis del Estado de Resultados Integral Consolidado del Grupo Mirgor correspondiente al período de tres meses finalizado el 31 de Marzo de 2014, se destaca lo siguiente:

CUADRO N° XV

SINTESIS DEL ESTADO DE RESULTADOS INTEGRAL DEL GRUPO MIRGOR – PRIMER TRIMESTRE DE 2014

Concepto	1er.Trimestre del 2014*	1er.Trimestre del 2013*
Ingresos de Actividades Ordinarias	1.075.519	626.362
Costo de Ventas de Bs. Y Servicios	-1.040.533	-644.012
Ganancia Bruta	256.105	114.582
Otros Ingresos Operativos	133.424	12.690
Otros gastos Operativos	-242.667	-25.019
Rdo.Netto Integral desp.de impuestos	18.995	18.961

* Valores expresados en miles de pesos.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados Condensados por el período intermedio de tres meses iniciado el 1° de Enero de 2014 y finalizado el 31 de Marzo de 2014, juntamente con el Informe sobre revisión de período intermedio y de la Comisión Fiscalizadora MIRGOR SA.C.I. Y A. disponible en la página web de la Comisión Nacional de Valores el 28/09/2014.

En primera instancia, y de la comparación de ambos períodos, se observa un 71,7% de aumento del ingreso por ventas, y un aumento de costos del 61,57%, contrariamente a lo que se daba a entender en los párrafos precedentes. Más adelante analizaremos esta composición de costos, pero también cabe destacar que en los ingresos se incluyen las ventas extraordinarias de la línea Televisores.

Asimismo, se observa un aumento del 123,51% de la ganancia bruta total por el mayor incremento de ingresos que en costos y por un mayor beneficio de promoción industrial.

Con respecto al rubro Otros Ingreso Operativo, el crecimiento fue de 955,56% producido por las diferencias de cambio positivas al liquidar y/o valorar Activos nominados en moneda extranjera. El concepto de diferencias de cambio positivas asume el valor de \$133.424.000 para el primer trimestre de 2014, mientras que en igual periodo del año 2013, asumió el valor de \$10.654.000. Aquí se nota claramente como la devaluación acentuada en Enero de 2014 empieza a jugar sobre los Estados Contables.

Por el lado de los gastos operativos, el aumento del 869,93%, se debió principalmente al mismo concepto pero con signo inverso: diferencias de cambio negativas originadas por los Pasivos nominados en moneda extranjera. Dicha diferencia de cambio negativa tomó el valor de \$242.005.000 sólo para el primer trimestre de 2014, mientras que para igual periodo del año anterior, el valor era de \$24.852.000.

Si comparamos el ingreso y el gasto operativo por diferencia de cambio para el 1er trimestre de 2014 se concluye lo siguiente:

Ingreso Operativo por diferencia de cambio	\$133.424.000
Gastos Operativos por diferencia de cambio	(\$242.005.000)
La pérdida total por el concepto:	(\$108.581.000)

El hecho de que los Pasivos nominados en moneda extranjera superen a los Activos también nominados en moneda distinta a la funcional, origina que las diferencias negativas superen a las positivas, otorgando una pérdida neta por este concepto para el primer trimestre de 2014. Pérdida que representa un 571,62% del resultado neto integral después de impuesto, demostrando que la devaluación genera un gran impacto en los resultados del Grupo, por consiguiente en el flujo de fondos y luego, en el valor accionario.

Si analizamos brevemente lo que ocurrió en ese período en los Estados Contables separados de la empresa Mirgor SACIFIA, llegaremos a similares conclusiones.

Del Estado de Resultados y sus anexos, se observa un incremento en el Ingreso por Ventas del 24,24% y un aumento de costo de ventas de 17,02%. Pero las compras del período ascendieron en pesos en un 45,92%, y dado que las ventas de sistemas para autos con aire acondicionado de Mirgor alcanzaron las 47.863, una caída del 16,6% con relación a las 57.377 unidades producidas en el primer trimestre de 2013; y que las ventas de sistemas para autos sin aire acondicionado fueron de 1.668 unidades,

frente a las 1.877 unidades registradas en el primer trimestre de 2013, una caída del 9.5%; se demuestra que hubo un gran aumento en el valor de los insumos, trasladado a los precios, pero en menor proporción.

Asimismo, analizando los ingresos y gastos operativos, se observa una diferencia de cambio negativa y neta de \$24.343.000, que representa una pérdida del 128,31% del resultado neto integral (\$18.972.000), y del 127,84% de la ganancia neta del período antes del impuesto a las ganancias (\$19.042.000). Con lo cual se desprende que la diferencia de cambio es muy significativa en la empresa analizada, lo que perjudica el flujo de fondos para los accionistas.

Luego, del Estado de Resultados Integral Consolidado correspondiente a los períodos de seis y tres meses finalizados el 30 de Junio de 2014 y sus anexos, se destacan los rubros que se detallan en el siguiente cuadro:

CUADRO N° XVI

SINTESIS DEL ESTADO CONSOLIDADO DEL RESULTADO INTEGRAL DEL GRUPO MIRGOR – PRIMER SEMESTRE DE 2014

Concepto	1er.Semestre del 2014*	1er.Trimestre del 2014*	2do.Trimestre de 2014*
Venta de Bienes	2.164.342	1.074.458	1.089.884
Ingresos de Actividades Ordinarias	2.166.480	1.075.519	1.090.961
Costo de Ventas de Bs. Y Servicios	-2.184.195	-1.040.533	-1.143.662
Ganancia Bruta	429.676	256.105	173.571
Otros Ingresos Operativos	142.736	133.424	9.312
Otros gastos Operativos	-272.766	-242.667	-30.099
Ganancia Operativa	55.974	20.831	35.143
Rdo.Netto Integral desp.de impuestos	38.059	18.995	19.064

* Valores expresados en miles de pesos.

FUENTE: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados Condensados por el período intermedio de seis meses iniciado el 1° de Enero y finalizado el 30 de Junio de 2014, juntamente con el Informe sobre Revisión de Período Intermedio y de la Comisión Fiscalizadora. Mirgor SA.C.I.F.I. Y A. Disponible en la página web de la Comisión Nacional de Valores el día 28/09/2014.

De lo expuesto se desprende que en el segundo trimestre de 2014, cuando el Ingreso por Ventas aumentó un 1,44% trimestral; el costo de ventas aumentó un 9,91%; con lo que si bien cambió la participación de los productos vendidos en el total, ésta no fue significativa y se refleja la disminución de la contribución marginal, al no poder trasladar el aumento de los costos a los precios de venta.

Al analizar la composición del rubro Otros Ingresos Operativos, detectamos que está totalmente compuesta por la diferencia de cambio positiva, que en el segundo trimestre asciende a \$9.312.000. Si lo comparamos con el mismo concepto pero del trimestre inmediato anterior, este valor representa sólo un 6,98% de aquel, verificando que el importe disminuye al haberse estabilizado la devaluación, y volviendo a las características que tenía antes de Enero de 2014.

Al observar la diferencia de cambio producto de poseer activos nominados en moneda extranjera, se observa para el semestre un resultado positivo por este concepto de \$142.736.000, que representa un 33,21% de la ganancia bruta, un 255% de la ganancia operativa, y un 375,03% del resultado neto. Valores que no son despreciables en cuanto a la influencia de la devaluación en el estado de resultados del Grupo.

Luego, al analizar la composición del rubro Otros Gastos Operativos, en el segundo trimestre de 2014 la diferencia de cambio negativa ascendió a \$21.237.000, que representa un 8,77% de la generada en el primer trimestre de 2014. Aquí también se observa una disminución de la pérdida por diferencia de cambio generada por el cambio en el ritmo devaluatorio de la moneda local.

Cuando se observa la diferencia de cambio negativa, que en el semestre asciende a \$263.242.000, éste representa un 61,26% del resultado bruto, es decir que el resultado se ve mermado en esa proporción, sólo por la diferencia de cambio proveniente de pasivos. También representa un 470,29% del resultado operativo y un 691,67% del resultado neto integral del Grupo Mirgor.

El resultado neto semestral proveniente de la diferencia de cambio, resulta de la diferencia entre ingresos y gastos operativos por este concepto, y es una pérdida de \$120.506.00. La misma representa un 28,05% del resultado bruto, un 215,29% del resultado operativo, y un 312,93% del resultado neto integral. Detallo estos valores, para tener una idea acabada del efecto de la devaluación en el resultado del ejercicio, ya que del resultado bruto, un 28,05% se ve mermado por este concepto, influyendo negativamente en el flujo de fondos y en la valoración monetaria de la empresa y del Grupo.

Recordando que estas diferencias de cambio son producto del efecto de la devaluación en los rubros monetarios, el siguiente cuadro muestra la composición de activos y pasivos del Grupo nominados en moneda extranjera, al 30 de Junio de 2014 y 31 de Diciembre de 2013 (se presentan los respectivos saldos en moneda extranjera y su importe equivalente convertido a la moneda de presentación de los Estados Contables).

CUADRO N° XVII

Activos y Pasivos Financieros Consolidados en Moneda Extranjera – Grupo Mirgor

Concepto	Clase de Moneda Extranjera	Montos en miles	30/06/2014 *	31/12/2013 *
Activos Corrientes				
.-Efectivo	USD	112	901	614
.-Bancos	USD	174	1.395	1.220
.-Deudores Comerciales	Euro	4.655	51.158	18.686
	USD	70.268	564.463	831.436
.-Anticipo a Proveedores del Exterior	USD	368	2.993	3.141
	Yen	4.557	360	0
	Euro	59	660	1.004
			621930	856101
Pasivos Corrientes				
.-Cuentas a pagar comerciales	USD	92.902	755.571	995.067
	Euro	5.776	64.392	33.875
	Real	1.591	6.045	7.294
	Yen	28.300	2.264	3.816
.-Regalías a pagar	Euro	1.196	13.332	8.117
	Real	7	27	201
	USD	24	196	156
			841.827	1.048.526

* Expresado en miles de pesos argentinos.

Referencia:

USD: Dólar estadounidense.

Fuente: Estado Financieros Consolidado Condensados por el período intermedio de seis meses iniciado el 1° de Enero de 2014 y finalizado el 30 de Junio de 2014, juntamente con el informe sobre revisión de período intermedio y de la comisión fiscalizadora. Mirgor SACIFI y A. Nota 14.6. Activos y pasivos financieros consolidados en moneda extranjera. Pág.18. Disponible en la página web de la Comisión Nacional de Valores el día 28/09/2014.

Como se puede apreciar, los activos nominados en moneda extranjera, en su gran mayoría dólares, ascienden a \$621.930.000 reexpresados en moneda local. Pero teniendo en cuenta que el valor del Patrimonio Neto (PN) del Grupo asciende a \$683.406.000, los primeros representan un 91% del PN, y generaron diferencias de cambio positivas en el resultado del período por la devaluación del peso con respecto al dólar estadounidense.

Pero los Pasivos nominados en moneda extranjera (en su gran mayoría dólares estadounidenses) superan a los activos, ascienden a \$841.827.000 expresados en moneda local al tipo de cambio de cierre del 30/06/2014, y representan un 123,18% del Patrimonio Neto. Éstos, generan una diferencia de cambio negativa ya que se necesitan más pesos para pagar la deuda, y esa diferencia negativa es mayor a la positiva producto de las tenencias de activos nominados en monedas extranjeras, lo que provoca un

resultado neto negativo por diferencia de cambios que es significativo para el Grupo cuando se lo compara con los resultados brutos, operativos y netos, y que depende del ritmo de devaluación del peso argentino, que en los primeros meses se acentuó significativamente, para luego continuar con una marcha ascendente pero moderada.

Por último, analizando brevemente lo ocurrido en los Estados Contables de separados de la empresa Mirgor SACIFIA llegaremos a similares conclusiones.

Del análisis del Estado de Resultados separados de la empresa Mirgor SACIFIA y sus anexos, correspondiente al período de seis meses finalizado el 30 de Junio de 2014, se destaca lo detallado a continuación:

Analizando los ingresos de actividades ordinarias y sus costos se observa que cuando los ingresos por ventas aumentaron de un trimestre a otro un 12,2%, los costos por ventas aumentaron un 20,61%. Demostrando así que el aumento de costos, muchos de insumos importados, no se pudo trasladar al precio de venta.

Asimismo, teniendo en cuenta Otros Ingresos y Gastos Operativos, se destaca que en el semestre, los egresos por diferencia de cambio (\$30.470.000) superan ampliamente a los ingresos por el mismo concepto (\$591.000) originado por un pasivo nominado en moneda extranjera mayor al activo expuesto a la devaluación. Cabe mencionar, que en el segundo trimestre de 2014, las diferencias de cambio negativa ascendieron a \$6.040.000 mientras que en el trimestre inmediato anterior habían ascendido a \$24.430.000 producto justamente del impacto en los pasivos monetarios, del estrepitoso aumento del tipo de cambio. Por otro lado, la diferencia de cambio positiva que había sido de \$87.000 en el primer trimestre, se elevó en \$504.000 para el segundo trimestre, llegando al valor de \$591.000 para el primer semestre del 2014. Esta situación se da por la política de incorporar activos monetarios en forma estratégica para compensar la pérdida provocada por los pasivos nominados en moneda extranjera.

Por último, la pérdida neta por el concepto es de \$29.879.000 en el semestre, representando un 33,26% del resultado bruto, y un 78,6% de la ganancia neta integral del primer semestre de 2014.

Es decir, el margen de contribución se ve reducido en un 33,26% producto de la devaluación, siendo un importe significativo y dependiendo de participaciones en ganancias de empresas asociadas para generar un resultado integral neto positivo.

3.4.5.4. Correlación con la devaluación.

Del apartado precedente se desprenden tres aspectos interesantes que juegan desfavorablemente en un contexto de devaluación tanto para la empresa en particular como a nivel Grupo económico.

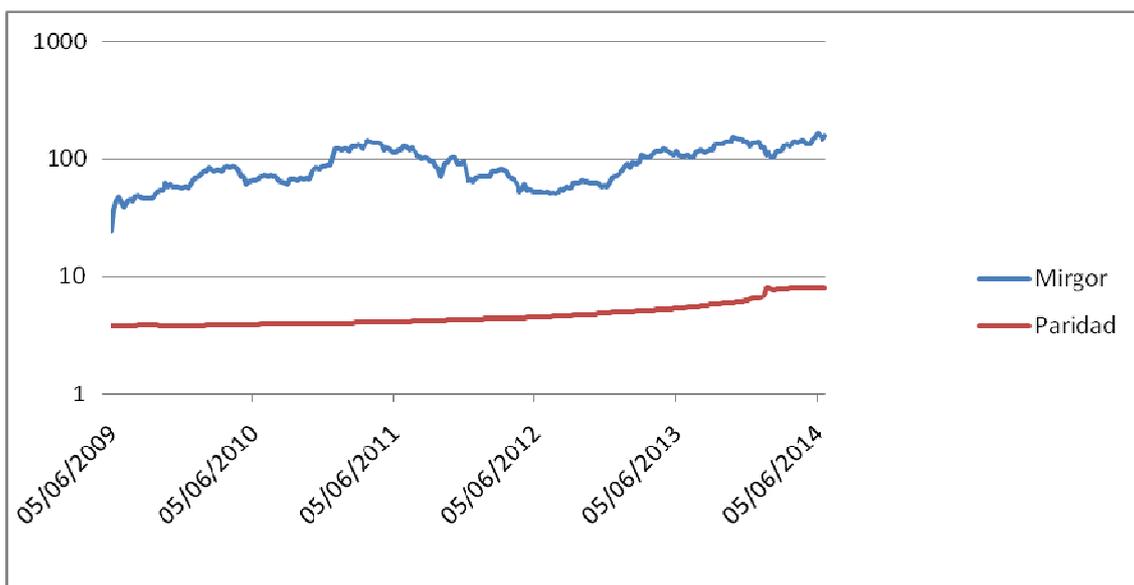
Por un lado no existe un equilibrio entre Activos y Pasivos nominados en moneda extranjera, siendo los primeros superados ampliamente por los segundos, generando así diferencias de cambio netas negativas, y originando mayores saldos a pagar en pesos en futuros ejercicios.

Por otro lado, los bienes que produce y comercializa se ven influidos tanto en precio como en costos por la devaluación: la empresa importa bienes e insumos que se encarecen, y existe dificultad de trasladar el aumento de costos al precio de los productos finales.

Y por último, los productos son bienes durables, y muchos no son de primera necesidad. Con lo cual, un contexto económico social desfavorable hará mermar el volumen de ventas. En cambio tiene algunos productos que comercializa que se rigen por la moda o por coyunturas, como el caso de teléfonos móviles o televisores, que pueden dar muy buenos resultados en algún período determinado.

Es por lo antes dicho, que a priori, se espera una correlación negativa entre el tipo de cambio y el precio de la acción Mirgor SACIFIA. Analizando lo ocurrido semanalmente entre el 01 de Junio de 2009 y 30 de Junio de 2014, y tomando los datos al último día hábil de cada semana, la relación entre el tipo de cambio (denominado “Paridad” en el gráfico) y el precio de la acción de la especie MIRG representativa de la empresa estudiada, se visualiza a continuación en el siguiente gráfico que se presenta en escala logarítmica.

GRÁFICO VII
TIPO DE CAMBIO – PRECIO DE LA ACCIÓN MIRGOR SACIFIA



Fuente: Elaboración propia en base a valores históricos semanales de la cotización de la especie Mirg disponible en la página web de Puente Hnos. el 28/09/2014.

Como se puede observar, a lo largo del período la empresa ha tenido tendencias alcistas y bajistas bien marcadas, con una volatilidad superior a la del tipo de cambio. El desvío estándar para la primera asume el valor de 6,86%, siendo el del tipo de cambio de 1,14%. Mostrando que hay muchos otros factores que inciden en el precio de la acción de Mirgor.

Asimismo, se puede observar que para enero de 2014, en el momento en que la devaluación se acentúa, la especie irrumpe su alza cayendo un 17,52% en ese mes.

Para todo el período, la Matriz que refleja la relación entre ambas variables se representa con los siguientes valores:

MATRIZ VARIANZA - COVARIANZA		
	PARIDAD	MIRGOR
PARIDAD	0,00013068	-0,00008310
MIRGOR	-0,00008310	0,00470738

Fuente: Elaboración propia sobre la base de valores semanales del tipo de cambio y del precio de la especie MIRG para el período comprendido entre el 01 de Junio de 2009 y el 30 de Junio de 2014, extraído de información estadística del BCRA y de la página web: Puente Hnos, respectivamente.

Como se puede apreciar, la matriz confirma la relación y la dependencia de ambas variables (tipo de cambio y precio de la acción) al asumir la covarianza el valor de -0,00008310. Su signo negativo implica que en promedio, al tomar el tipo de cambio un valor por encima de su media, el precio de la acción tomará un valor por debajo de la suya; y viceversa.

La fuerza de esta relación la medimos con el coeficiente de correlación, que en este caso y para el período considerado toma el valor de -0,10595152, que implica una relación débil al igual que en las otras empresas estudiadas, pero siendo la que sufre en mayor medida el aumento del tipo de cambio, dado que su valor es el menor entre las empresas analizadas en el presente trabajo.

Desde una perspectiva cortoplacista, y si consideramos sólo el mes de Enero de 2014, el coeficiente de correlación asume el valor negativo de -0,735289, confirmando la gran influencia que ejerció la devaluación en el precio de la acción. Hubo una dependencia que si bien no fue total, fue muy fuerte; y habiendo otros factores que juegan en el precio de la acción, en enero de 2014 el que asumió mayor importancia e influencia para esta especie fue la devaluación.

Recordemos el gráfico N° VII donde se refleja que el precio de la especie disminuye considerablemente al devaluarse la moneda en el mes de Enero (en ese mes, la cotización pasó de 137 a 113 pesos por acción, reducción del 17,52%) , y recordemos también el efecto en el estado de resultados donde en el primer trimestre de 2014 la diferencia de cambio negativa fue muy superior a la generada en el trimestre siguiente, período en el que se volvió a estabilizar el aumento del tipo de cambio.

Solamente en este período mensual, la volatilidad del tipo de cambio fue mayor a la de la acción de Mirgor, asumiendo el primero un desvío estándar de 6,69%, y la acción, un desvío de 6,56%.

Es así que en un período de cuatro meses, comprendido entre el 01 de Noviembre de 2013 y el 28 de Febrero de 2014, la devaluación sigue siendo importante a la hora de determinar la oferta y la demanda de la especie MIRG, pero también otros factores y otra información, demostrado por el coeficiente de correlación de -0,398647

que establece una influencia moderada en general, pero fuerte si se la compara individualmente contra otros factores de influencia.

En este período, el precio de la acción se inició en \$151,5 por acción, para concluir en \$116 por acción.

Luego, desde una mirada anual, se presenta el siguiente cuadro que resume la relación entre el tipo de cambio peso/dólar estadounidense y el precio de la acción de Mirgor, detallando el nivel de devaluación anual y el coeficiente de correlación para el período.

CUADRO N° XVIII

Coefficiente de correlación anual - MIRGOR

Período del 01/07/X0 al 30/06/X1	Coefficiente de correlación	Variación anual en el tipo de cambio
2013 - 2014	-0,315474	51,02%
2012 - 2013	-0,290026	19,00%
2011 - 2012	0,043666	10,08%
2010 - 2011	-0,050316	4,56%
2009 - 2010	-0,045452	3,60%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de precios históricos de la especie MIRG y del tipo de cambio peso/dólar, obtenidos de la página web de Puente Hnos. y de información estadística del BCRA respectivamente.

Es importante destacar, que hasta Junio de 2012, siendo la devaluación levemente superior al 10% anual, el tipo de cambio, si bien está presente a la hora de influir sobre el valor del precio de la acción Mirgor, el papel que juega es secundario frente a otros factores e información que se presenta en el momento. Si bien la tendencia es a una relación inversa como los períodos finalizados en junio de 2010 y 2011, se puede dar el caso de una relación positiva como el período siguiente al mencionado, pero la relación sigue siendo débil, y no determina el precio de la acción. La influye, se ven las diferencias de cambio en el estado de resultados, pero no son de gran magnitud, y hay otras variables que poseen más fuerza relativa.

Ya cuando el ritmo devaluatorio se vuelve considerable, asumiendo un valor casi equivalente al doble del período 07/2011 – 06/2012 y hasta cinco veces superior como el último período considerado en el análisis, la devaluación empieza a estar presente en el momento de la decisión de la oferta y demanda de acciones, en el momento de distribuir resultados, y mucho tiempo antes, en la generación y determinación del resultado del ejercicio. Es aquí donde empieza a ejercer su mayor influencia, relegando importancia a otros factores, y es aquí donde considerado anualmente, la relación de correlación inversa se torna de débil a moderada.

Para mencionados períodos anuales, y teniendo en cuenta la existencia de otros factores que inciden sobre el precio de la especie MIRG, la evolución del tipo de cambio y precio de la acción en el momento de corte de cada anualidad, es la siguiente:

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2013 y el 30/06/2014, el tipo de cambio aumentó un 51,02%, y el precio de la acción un 51,08% (de \$105,90 a \$160).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2012 y el 30/06/2013, el tipo de cambio aumentó un 19%, y el precio de la acción un 105,03% (de \$51,65 a \$105,9).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2011 y el 30/06/2012, el tipo de cambio aumentó un 10,08%, y el precio de la acción disminuyó un 59,65% (de \$128 a \$51,65).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2010 y el 30/06/2011, el tipo de cambio aumentó un 4,56%, y el precio de la acción un 88,23% (de \$68 a \$128).

Para la anualidad comprendida entre 01/07/2009 y el 30/06/2010, el tipo de cambio aumentó un 3,60%, y el precio de la acción un 85,75% (de \$47,5 a \$88,23).

Si bien, los valores en pesos no dan cuenta de la relación periódica y genuina entre ambas variables, al haber otras que influyen sobre el precio de la acción, sirven para contextualizar y dar una idea mejor acabada del valor de esta última en dichos períodos.

Conclusión:

Mirgor que desarrolla su actividad en la industria automotriz, proveyendo sistemas de climatización y cajas de dirección, junto a otras empresas vinculadas forman el Grupo Mirgor y además de la industria mencionada actúa en la de Electrónica de consumo y en la de Telefonía móvil.

Tanto la empresa como el Grupo, se ven perjudicados por la devaluación. Por un lado, al poseer Pasivos nominados en moneda extranjera que superan ampliamente a los Activos también nominados en moneda extranjera, generan diferencias de cambio netas negativas, y originan mayores saldos a pagar en pesos en futuros ejercicios. En el primer trimestre de 2014, que abarca la fuerte devaluación de Enero, tanto las diferencias de cambio negativas como las positivas superan ampliamente a las de igual período del año 2013 y a las originadas en el trimestre siguiente donde la devaluación toma características de pequeños aumentos diarios pero sin sobresaltos. Estas diferencias de cambio netas explican en gran medida los resultados de la empresa y del grupo influyendo negativamente en el flujo de fondos y en el precio de las acciones representativas de su capital.

Por otro lado, los bienes que producen y comercializan se ven influidos tanto en precio como en costos por la devaluación: la empresas importan bienes e insumos que se encarecen en pesos por el aumento del tipo de cambio, y a su vez, existe dificultad de trasladar el aumento de costos al precio de los productos

finales, por lo que los productos pierden rentabilidad perjudicando el flujo de fondos y el valor accionario.

Y por último, los productos son bienes durables, y muchos no son de primera necesidad. Con lo cual, un contexto económico social desfavorable sumado al aumento de precios (aunque no se traslade el aumento de costos en un 100%) hará mermar el volumen de ventas generales (disminuye la demanda). En cambio algunos productos que comercializa el Grupo se rigen por la moda o por coyunturas, como el caso de teléfonos móviles o televisores, que pueden dar muy buenos resultados en algún período determinado.

Para la empresa Mirgor SACIFIA, si consideramos sólo el mes de Enero de 2014, el coeficiente de correlación asume el valor negativo de -0,735289, confirmando la gran influencia que ejerció la devaluación en el precio de la acción y en concordancia con las diferencias de cambio netas negativas. Por lo que en el corto plazo, la influencia es moderada a fuerte cuando se acelera el aumento del tipo de cambio de una forma tal que irrumpe con un salto extraordinario al proceso que venía siguiendo; y es débil siendo la inflación previsible, leve y constante.

En un mediano plazo, el coeficiente de correlación, toma el valor de -0,10595152, que implica una relación débil e inversa en concordancia con los efectos mencionados, y recordando que hay otras variables que inciden en el flujo de fondos y en el valor de la empresa.

4. CONCLUSIONES

A continuación se enunciarán las conclusiones que se derivan del Desarrollo realizado en el punto 3. A saber:

4.1 La devaluación ejerce influencia en el valor de la empresa.

En la investigación se comenzó analizando los índices más relevantes de la Argentina como son el Merval y el Burcap, y se los analizó desde el punto de vista de la relación del valor que toman éstos al variar el tipo de cambio. A través del valor de la Covarianza distinto de cero, y del coeficiente de correlación, se desprende que existe una relación de influencia entre la devaluación y el valor de los índices.

Cabe aclarar que los índices representan a acciones y que si la devaluación afecta al índice, por ende también afecta a los valores de las acciones y por consiguiente a los valores de las empresas.

Esta situación se confirma al analizar cinco acciones de empresas distintas entre sí y seleccionadas de acuerdo a sus características para analizar cómo influye la devaluación en ellas y poder obtener otras conclusiones.

Es así, que se confirmó la relación a través de dos focos de análisis: análisis de los estados contables y correlación con la devaluación. Desde el primero, se observó el impacto sobre los resultados a través de las denominadas diferencias de cambio, y con ello, su repercusión en el Resultado del Ejercicio y en su posterior distribución a los accionistas, incidiendo sobre el flujo de fondos presente y futuros. Datos claves para determinar el valor de cada firma. Y desde el segundo foco de análisis, los valores distintos de cero confirmaron la relación, tanto en el corto como en el mediano plazo.

En este punto, se mencionan los argumentos con los que se ha seleccionado a las distintas empresas para determinar cómo y por qué una fuerte devaluación repercute en el valor de la acción y así en el valor de la empresa. A saber:

4.1.1 Ante una devaluación del peso argentino frente al dólar estadounidense, aquellas empresas que expresan sus Estados Contables en esa moneda extranjera, se ven beneficiadas por sus pasivos en pesos argentinos, ya que en el proceso equivalen a menor cantidad de dólares que en el momento de incorporar la deuda.

Sentido inverso tiene el poseer activos en moneda local, siendo la moneda funcional, la moneda extranjera.

Tal es el caso de Tenaris SA, que expresa sus Estados Contables en su moneda funcional, el dólar estadounidense, y que se hace referencia en el Capítulo 3, Punto 3.4.1.3 de este trabajo.

4.1.2 La devaluación afecta positivamente a las empresas con activos dolarizados mayores a los pasivos en dicha moneda, como así, negativamente a empresas con pasivos dolarizados mayores a activos en dicha moneda; siempre que la

moneda funcional sea la moneda local. Esto se da por el surgimiento de la diferencia de cambio originada por mantener activos y pasivos en moneda extranjera, de la cual hemos hecho referencia en el apartado 3.1.2.

En este punto se menciona por ejemplo al Grupo Mirgor, cuyos pasivos en moneda extranjera superan a los activos en dicha moneda, y la firma IRSA que presenta entre sus activos bienes raíces que en el mercado se cotizan en dólares.

4.1.3 Existen muchas empresas donde sus productos ofrecidos no son bienes de primera necesidad, lo cual un aumento en el precio producto de su importación, arrojaría una caída en las ventas. Dicha caída impactaría en los resultados y en el flujo de fondos, originando cambios en el valor de las acciones y así, en el valor de la compañía.

Tal es el caso de las acciones de la empresa Longvie SA y el Grupo Mirgor, desarrolladas en los puntos del capítulo 3, números 3.4.4.3 y 3.4.5.3 respectivamente.

4.1.4 Esta reflexión está muy relacionada con el apartado anterior, ya que existen empresas donde su materia prima es importada, y ante una fuerte devaluación se encuentran con la dificultad de trasladar este encarecimiento de los insumos al precio de venta, lo que generaría una caída en el margen de ganancias; o si bien lo logran trasladar, caería el nivel de ventas afectando el valor de las acciones. Lo mismo ocurre con aquellas que importan productos terminados para su venta en el mercado local.

Nos interiorizaremos en este caso, por ejemplo, empresas relacionadas con la industria automotriz, como ser Mirgor, cuyas incidencias se mencionan en el apartado 3.4.5.3 del capítulo anterior, y en Longvie SA relacionada con la industria de artefactos para el hogar (ver apartado 3.4.4.3.).

4.1.5 Una medida cambiaria como fue la fuerte devaluación que se acentuó a comienzos del 2014, influyó en muchas empresas exportadoras o que actúan en el exterior cobrando en moneda extranjera y manteniéndola en su activo, donde por su ventaja en el tipo de cambio, se generan diferencias de cambio positivas. A su vez, muchas empresas importadoras se vieron perjudicadas, por inversa situación: cobrar en pesos y pagar en dólares la mayoría de sus insumos.

Este hecho perjudicó el valor de aquellas empresas importadoras, que se vieron afectadas por la fuerte devaluación ya que el valor de la acción disminuyó o tuvo un crecimiento por debajo de su media, y en sentido contrario, las empresas exportadoras vieron el acontecimiento como algo positivo y favorable para su crecimiento y expansión.

Como elemento de prueba de lo referido mencionamos lo que ocurrió con la acción Tenaris (TS) por su relación con el cobro y activos en dólares. Lo mismo ocurre con empresas dedicadas al agro como Cresud.

4.2 Hay otros factores que ejercen influencia.

Descubrimos tres evidencias que permiten demostrar lo que ya habíamos supuesto desde un comienzo, es decir, el hecho de que hay otros factores que ejercen influencia y que también hacen variar el precio de las acciones.

Por un lado, en todos los casos se visualiza una volatilidad distinta entre el tipo de cambio y el valor de los índices y de las distintas firmas analizadas, tanto para períodos cortos como medianos. A su vez, volatilidad distinta dentro de la misma especie o índice, para distintos períodos anuales. Si la volatilidad no es la misma para ambas variables, se deduce que hay otros factores que inciden sobre el valor de las acciones, es decir, las acciones no reproducen exactamente igual la suerte del tipo de cambio.

La segunda evidencia es el valor del coeficiente de correlación, que en ningún caso es igual al valor de 1 (uno) positivo o negativo, demostrando que la relación no es fuerte ya sea directa o inversamente. Si no sigue una correlación de esas características, ante un aumento del tipo de cambio, se puede dar el caso de que en algún momento el precio de una acción aumente o disminuya, dependiendo de otros factores.

Y en tercer lugar, el hecho de que por ejemplo en el análisis de las acciones, el coeficiente de correlación no toma idénticos valores en los distintos períodos anuales. Con lo que en distintos períodos anuales, la devaluación influye de distinta manera, con más o menos fuerza, y otros factores toman mayor o menor preponderancia a la hora de incidir sobre el precio de una acción.

4.3 La devaluación no afecta a todas las empresas de la misma manera.

Alertado por la diferencia entre el coeficiente de correlación del Merval y del Burcap, siendo la composición de los mismos, las mismas especies pero con distinta ponderación, se evidenció tal conclusión, y es por ello que se seleccionaron cinco empresas para observar cómo repercute la devaluación en cada una de ellas. Si bien, no todas las elegidas forman parte de los mencionados índices, permiten llegar a la conclusión que en este punto se describe.

Desde el análisis de los Estados Contables, se observan distintos efectos en los resultados de acuerdo al tipo de industria, las características del bien o servicio que ofrecen y su proceso productivo, la composición de Activos y Pasivos y su equilibrio o desequilibrio en rubros nominados en moneda extranjera, como así también su política y estrategia de cobertura ante cambios significativos en el tipo de cambio.

Desde el enfoque estadístico, el coeficiente de correlación también asume distintos valores para las distintas empresas, ya sea en el mediano plazo y en los mismos períodos anuales, cuatrimestrales o mensuales como se desarrollaron en el capítulo 3 de este trabajo.

4.4 En el mediano a largo plazo, la influencia de la devaluación en el precio de la acción y por consiguiente, en el valor de una empresa, es débil e inversa, habiendo

otros factores que asumen importancia y lo determinan. Pero el hecho de que sea muy débil en el mediano plazo no significa que tal relación sea inexistente.

4.5 En el corto plazo la influencia es débil siendo la inflación previsible, leve y constante, en el marco de un “proceso devaluatorio” tal como lo definimos en el capítulo anterior. Y es moderada a fuerte cuando se acelera el aumento del tipo de cambio de una forma tal que irrumpe con un salto extraordinario al proceso que venía siguiendo, como en el mes de enero de 2014.

Esta relación es confirmada por el coeficiente de correlación, en donde tal como ocurrió en el análisis mensual de dicho mes, en un análisis cuatrimestral y otro anual que incluían la fuerte devaluación de enero, las firmas mostraron mayor correlación con el tipo de cambio, que en períodos anuales anteriores donde la devaluación tomaba las características de pequeños cambios diarios en el tipo de cambio, leves, pero constantes, previsibles, sin ninguna irrupción de esta característica en el período.

Sólo por mencionar un ejemplo, en el período anual iniciado el 01 de Julio de 2013 y finalizado el 30 de Junio de 2014 Mirgor tuvo un coeficiente de correlación de -0,315474, mientras que en igual período pero comprendido entre los años 2010 y 2011, el coeficiente de correlación asumió el valor de -0,050316. Y en Enero de 2014, mes que registra la mayor devaluación del período analizado, el coeficiente de correlación asume el valor de -0,735289. Esta mayor correlación en el período que incluye el fuerte aumento del tipo de cambio de Enero de 2014, se puede observar en el comportamiento de las distintas firmas analizadas.

Confirma esto, el hecho de que para el período trimestral que incluye el mes de Enero de 2014 aparecieron en sus rubros de resultados, grandes diferencias de cambio provenientes del significativo aumento del tipo de cambio.

Asimismo, se reflejó en el coeficiente de correlación de los índices, que para enero de 2014 tomó el valor de -0,6488 para el Merval y de -0,3919 para el Burcap. Es decir, en ese mes la inflación ejerció sobre los índices una influencia de moderada a fuerte y en sentido inverso.

Luego, al ampliar el horizonte temporal, la relación moderada o fuerte que existe en un momento de brusca devaluación, se diluye; y es lógico que esto ocurra porque hay una gran variedad de otros factores que influyen en el precio de las acciones y del índice que las contenga. Factores que en momentos como enero de 2014 pierden preponderancia e influencia ante el sensible aumento del tipo de cambio.

Por los argumentos expuestos, se entiende a la devaluación como un factor importante en la variación del valor de las empresas, especialmente cuando ésta irrumpe con un avance extraordinario al que poseía, ya que este hecho afecta positivamente a aquellas empresas dolarizadas o que tienen sus ingresos y/o activos ligados a esta paridad peso-dólar, y negativamente a aquellas empresas importadoras o que tienen sus costos y/o pasivos ligados al valor del dólar.

La devaluación no es un factor determinante del valor empresarial, ya que hay otros conceptos que afectan el valor de las empresas, pero efectivamente el hecho planteado, es considerable en el contexto en el que vivimos, y más en períodos de gran y acelerado aumento en el tipo de cambio. Entiendo a los otros factores que influyen en la misma problemática, como ser la propia operatoria y gestión de la firma reflejada en sus estados contables, la normativa tributaria, jurídica y política que las regulan, la seguridad jurídica, la cotización del dólar paralelo, tasas de interés, sólo por mencionar algunos. Estos factores dejan una puerta abierta a futuras investigaciones que resultan interesantes para seguir interiorizándonos al respecto. Por lo pronto, el valor de las acciones y, por ende, de las empresas no está ajeno a las decisiones de política cambiaria.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

5.1. Capdo S.A. Estados Contables por el período de seis meses iniciado el 1° de Enero y finalizado el 30 de Junio de 2014, juntamente con el informe de revisión limitada y de la comisión fiscalizadora. Disponible en el sitio web www.cnv.gob.ar el 29/09/2014.

5.2. Cresud Sociedad Anónima, Comercial, Inmobiliaria, Financiera y Agropecuaria. Estados financieros separados al 30 de Junio de 2014 y 2013 y por los ejercicios finalizados el 30 de Junio de 2014, 2013 y 2012 (Corregidos). Disponible en el sitio web www.cnv.gob.ar.

5.3. Cresud Sociedad Anónima, Comercial, Inmobiliaria, Financiera y Agropecuaria. Estados financieros consolidados al 30 de Junio de 2014 y 2013 y por los ejercicios finalizados el 30 de Junio de 2014, 2013 y 2012 (Corregidos). Disponible en el sitio web www.cnv.gob.ar.

5.4. IRSA Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima. Estados financieros separados al 30 de Junio de 2014 y 2013 y por los ejercicios finalizados el 30 de Junio de 2014, 2013 y 2012 (Corregidos). Extraído del sitio web www.cnv.gob.ar el 25/11/2014.

5.5. Longvie S.A. Estados Financieros Intermedios por el período de seis meses finalizado el 30 de Junio de 2014. Presentados en forma comparativa. Extraído del sitio web www.cnv.gob.ar el día 29/10/2014.

5.6. Longvie S.A. Estados Financieros Intermedios por el período de seis meses finalizado el 30 de junio de 2014. Reseña Informativa. 1, Breve comentario sobre actividades. Pg. 36. “Las caídas de ventas mencionadas más arriba son producto del crecimiento de las tasas de interés del mercado y del acortamiento de los plazos de pago sin interés, que...”. Extraído del sitio web www.cnv.gob.ar el día 29/10/2014.

5.7. Longvie S.A. Estados Financieros Intermedios por el período de tres meses finalizado el 31 de Marzo de 2014. Presentado en forma comparativa. Extraído del sitio web www.cnv.gob.ar el día 29/10/2014.

5.8. Mao, James. *Análisis Financiero .Parte uno, Introducción. Capítulo 2, Conceptos analíticos de las decisiones financieras, pgs. 44 -45.* El Ateneo. 1980

5.9. Mirgor Sociedad Anónima, Comercial, Industrial, Financiera, Inmobiliaria Y Agropecuaria. Estados Financieros Consolidados y Separados Condensados correspondientes al Ejercicio Económico N°44, por el período intermedio de seis meses iniciado el 1° de Enero de 2014 y finalizado el 30 de Junio de 2014, juntamente con el Informe sobre Revisión de Período Intermedio y de la Comisión Fiscalizadora. Disponible en la página web de la Comisión Nacional de Valores el día 28/09/2014.

5.10. Mirgor Sociedad Anónima, Comercial, Industrial, Financiera, Inmobiliaria Y Agropecuaria. Estados Financieros Consolidados Y Separados Condensados correspondientes al Ejercicio Económico N°44, por el período intermedio de tres meses iniciado el 1° de Enero de 2014 y finalizado el 31 de Marzo de 2014,

juntamente con el informe sobre Revisión de Período Intermedio y de la Comisión Fiscalizadora. Disponible en el sitio web www.cnv.gob.ar el día 28/09/2014.

5.11. NIC 21. Punto 8, Definiciones. Link de Internet: <http://www.normasinternacionalesdecontabilidad.es/nic/pdf/NIC21.pdf> disponible el 22/10/2014).

5.12. Rebossio, Alejandro. “La recurrente historia de las crisis cambiarias en Argentina”. En: Diario El País, 5 de Febrero de 2014, internacional. Link de Internet: http://internacional.elpais.com/internacional/2014/02/05/actualidad/1391576815_476167.html extraído el 19/10/2014.

5.13. Stephen A. Ross y otros. 2004. En : *Fundamentos de finanzas corporativas. Parte Tres, Valuación de los Flujos Futuros de efectivo. Capítulo 8, Valuación de Acciones; 8.1. Valuación de Acciones Comunes. Flujos de efectivo, pg. 238.* “Lo que finalmente podemos deducir de lo anterior es que el precio actual de las acciones puede escribirse como el valor presente de los dividendos que empiezan a generarse dentro de un período y que continúan para siempre . . . ”

5.14. Stephen A. Ross y otros. 2004. En : *Fundamentos de finanzas corporativas. Parte Tres, Valuación de los Flujos Futuros de efectivo. Capítulo 8, Valuación de Acciones; 8.2. Algunas características de las acciones comunes de las preferentes, pg. 251.* “2. El pago de dividendos realizado por la corporación no es un gasto del negocio. Los dividendos no son deducibles para propósitos de impuestos sobre ingresos corporativos. En síntesis, deben pagarse con base a las utilidades después de impuestos . . . ”

5.15. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield y Bradford D. Jordan. *Fundamentos de Finanzas Corporativas. Parte Cinco, Riesgo y Rendimiento. Capítulo 12, Algunas lecciones de la historia de los mercados de capitales; 12.5 Eficiencia de los Mercados de Capitales, pgs. 405–410.* Mexico. McGraw–Hill. 5ª. Edición. 2004.

5.16. Separatas de Legislación / Resoluciones Técnicas 4 a 23. Resolución Técnica N°17, Normas Contables Profesionales: Desarrollo de cuestiones de aplicación general. 3.2 Mediciones en Moneda Extranjera, pg.187. Errepar. Versión 2.1

5.17. Sitios Web:

5.17.1. www.bcra.gob.ar

5.17.2. www.bmv.com.mx
Link de Internet:

5.17.2.1 www.bmv.com.mx/eventore/eventore_530066_2.pdf - Comunicado de prensa: Tenaris extiende el plazo del contrato de joint venture de NKKTUBES hasta el año 2030. Disponible el 21/10/2014.

5.17.3. www.bolsar.com

Links de Internet:

5.17.3.1.

<https://www.bolsar.com/VistasDL/PaginaIntradiarioIndice.aspx?Indice=MERVAL>, disponible el 28/10/2014

5.17.3.2.

<https://www.bolsar.com/VistasDL/PaginaIntradiarioIndice.aspx?Indice=BURCAP>, disponible el 29/10/2014

5.17.4. www.cnv.gob.ar (Comisión Nacional de Valores).

Link de Internet:

5.17.4.1. www.cnv.gob.ar/educacionBursatil/activofinanciero.asp?Lang=0 disponible el 01/11/2014).

5.17.5. www.cresud.com.ar

Link de Internet:

5.17.5.1. www.cresud.com.ar/cresud/index_eni.htm

5.17.6. www.longvie.com

5.17.7. www.invertironline.com

5.17.8. www.mirgor.com.ar

5.17.9. www.puentenet.com

Link de Internet:

5.17.9.1. www.puentenet.com/puente/researchAction!exportar.action disponible el 01/11/2014

5.17.10. www.rae.es (Diccionario de la Real Academia Española).

Link de Internet:

5.17.10.1. <http://lema.rae.es/drae/?val=devaluar> extraído el 22/10/2014.

5.17.11. www.ravaonline.com

Link de Internet:

5.17.11.1. <http://www.ravaonline.com/v2/empresas/perfil.php?e=MIRG> (extraído el 28/09/2014)

5.17.12. www.tenaris.com

5.17.13. www.wikipedia.com

5.18. Tenaris S.A. Estados Contables Intermedios Consolidados Condensados al 31 de Marzo de 2014. Disponible en el sitio web www.cnv.gob.ar el 21/10/2014.

5.19. Tenaris S.A. Estados Contables Intermedios Consolidados Condensados al 30 de Junio de 2014. Disponible en el sitio web www.cnv.gob.ar el 21/10/2014.

5.20. Tenaris S.A. Estados Contables Consolidados. Por los ejercicios finalizados el 31 de Diciembre de 2013, 2012 y 2011. Disponible en el sitio web www.cnv.gob.ar el 21/10/2014.

5.21. Zaiat, Alfredo, “*Devaluaciones*”. En: Diario Página 12, Sección Economía, Domingo 23 de Marzo de 2014. Link de Internet: <http://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-242477-2014-03-23.html> disponible el 19/10/2014.

5.22. Zaiat, Alfredo. *Economía a Contramano. Cómo entender la economía política*. Ed. Planeta. 5ta Edición. 2013

6. ANEXOS

6.1. ANEXO

PARIDAD PESO-DÓLAR ESTADOUNIDENSE

CUADRO XIX. Cotización del Dólar (10/ 12/2007-30/06/2014)

Fecha	Cotización	07/05/2014	8,0005	06/03/2014	7,8782
30/06/2014	8,1327	06/05/2014	8,0005	05/03/2014	7,8822
27/06/2014	8,132	05/05/2014	8,0012	28/02/2014	7,8782
26/06/2014	8,1318	30/04/2014	8,0015	27/02/2014	7,8873
25/06/2014	8,1305	29/04/2014	8,0005	26/02/2014	7,873
24/06/2014	8,1312	28/04/2014	8,0005	25/02/2014	7,864
23/06/2014	8,1323	25/04/2014	8,0005	24/02/2014	7,861
19/06/2014	8,1317	24/04/2014	8,0008	21/02/2014	7,8408
18/06/2014	8,1297	23/04/2014	8,0008	20/02/2014	7,8023
17/06/2014	8,1313	22/04/2014	8,0015	19/02/2014	7,7745
16/06/2014	8,1362	21/04/2014	8,002	18/02/2014	7,7635
13/06/2014	8,1325	16/04/2014	8,0007	17/02/2014	7,7645
12/06/2014	8,1322	15/04/2014	8,002	14/02/2014	7,7803
11/06/2014	8,132	14/04/2014	8,0018	13/02/2014	7,803
10/06/2014	8,1322	11/04/2014	8,0013	12/02/2014	7,8165
09/06/2014	8,1308	10/04/2014	8,0012	11/02/2014	7,8173
06/06/2014	8,1412	09/04/2014	8,0008	10/02/2014	7,8383
05/06/2014	8,115	08/04/2014	8,0013	07/02/2014	7,8648
04/06/2014	8,1032	07/04/2014	8,0018	06/02/2014	7,905
03/06/2014	8,0893	04/04/2014	8,0008	05/02/2014	7,9667
02/06/2014	8,0825	03/04/2014	8,0028	04/02/2014	8,0118
30/05/2014	8,0777	01/04/2014	8,0012	03/02/2014	8,0178
29/05/2014	8,0758	31/03/2014	8,0098	31/01/2014	8,0182
28/05/2014	8,0745	28/03/2014	8,0048	30/01/2014	8,0225
27/05/2014	8,0677	27/03/2014	8,0065	29/01/2014	8,015
26/05/2014	8,0692	26/03/2014	8,0053	28/01/2014	8,0173
23/05/2014	8,0653	25/03/2014	7,9955	27/01/2014	8,0058
22/05/2014	8,0632	21/03/2014	7,9707	24/01/2014	8,0183
21/05/2014	8,0613	20/03/2014	7,9592	23/01/2014	7,5272
20/05/2014	8,0602	19/03/2014	7,9545	22/01/2014	6,912
19/05/2014	8,0632	18/03/2014	7,9348	21/01/2014	6,8763
16/05/2014	8,0605	17/03/2014	7,909	20/01/2014	6,8295
15/05/2014	8,0535	14/03/2014	7,8953	17/01/2014	6,8055
14/05/2014	8,0287	13/03/2014	7,8832	16/01/2014	6,7733
13/05/2014	8,0197	12/03/2014	7,8747	15/01/2014	6,7408
12/05/2014	8,0063	11/03/2014	7,8675	14/01/2014	6,708
09/05/2014	8,0035	10/03/2014	7,8665	13/01/2014	6,6905
08/05/2014	8,0008	07/03/2014	7,8657	10/01/2014	6,6498

09/01/2014	6,6283	30/10/2013	5,9032	27/08/2013	5,6428
08/01/2014	6,6042	29/10/2013	5,8927	26/08/2013	5,6302
07/01/2014	6,5988	28/10/2013	5,8897	23/08/2013	5,6217
06/01/2014	6,5857	25/10/2013	5,878	22/08/2013	5,6115
03/01/2014	6,558	24/10/2013	5,8682	21/08/2013	5,6008
02/01/2014	6,543	23/10/2013	5,8628	20/08/2013	5,5962
30/12/2013	6,518	22/10/2013	5,8617	16/08/2013	5,5892
27/12/2013	6,4892	21/10/2013	5,861	15/08/2013	5,5748
26/12/2013	6,4712	18/10/2013	5,8528	14/08/2013	5,5682
23/12/2013	6,4408	17/10/2013	5,8488	13/08/2013	5,5603
20/12/2013	6,4205	16/10/2013	5,841	12/08/2013	5,5493
19/12/2013	6,3977	15/10/2013	5,8388	09/08/2013	5,5428
18/12/2013	6,356	11/10/2013	5,8325	08/08/2013	5,5377
17/12/2013	6,3282	10/10/2013	5,8278	07/08/2013	5,5285
16/12/2013	6,305	09/10/2013	5,8228	06/08/2013	5,5275
13/12/2013	6,2908	08/10/2013	5,822	05/08/2013	5,5202
12/12/2013	6,2808	07/10/2013	5,8188	02/08/2013	5,5173
11/12/2013	6,2738	04/10/2013	5,8128	01/08/2013	5,5082
10/12/2013	6,2623	03/10/2013	5,8118	31/07/2013	5,5065
09/12/2013	6,2458	02/10/2013	5,8028	30/07/2013	5,4993
06/12/2013	6,2407	01/10/2013	5,7995	29/07/2013	5,4908
05/12/2013	6,2203	30/09/2013	5,7915	26/07/2013	5,4807
04/12/2013	6,1973	27/09/2013	5,7905	25/07/2013	5,471
03/12/2013	6,1713	26/09/2013	5,7797	24/07/2013	5,4638
02/12/2013	6,1547	25/09/2013	5,771	23/07/2013	5,4617
29/11/2013	6,136	24/09/2013	5,7713	22/07/2013	5,4623
28/11/2013	6,1243	23/09/2013	5,7703	19/07/2013	5,4593
27/11/2013	6,1065	20/09/2013	5,7597	18/07/2013	5,4465
26/11/2013	6,0933	19/09/2013	5,7578	17/07/2013	5,4383
22/11/2013	6,0765	18/09/2013	5,7498	16/07/2013	5,4345
21/11/2013	6,0577	17/09/2013	5,7408	15/07/2013	5,4303
20/11/2013	6,0442	16/09/2013	5,7313	12/07/2013	5,4242
19/11/2013	6,0248	13/09/2013	5,7238	11/07/2013	5,4183
18/11/2013	6,002	12/09/2013	5,7195	10/07/2013	5,4125
15/11/2013	5,9932	11/09/2013	5,7207	08/07/2013	5,4073
14/11/2013	5,9858	10/09/2013	5,7102	05/07/2013	5,4048
13/11/2013	5,9765	09/09/2013	5,7038	04/07/2013	5,405
12/11/2013	5,9742	06/09/2013	5,7027	03/07/2013	5,399
11/11/2013	5,9713	05/09/2013	5,7097	02/07/2013	5,3932
08/11/2013	5,9595	04/09/2013	5,7	01/07/2013	5,39
07/11/2013	5,9432	03/09/2013	5,691	28/06/2013	5,3852
05/11/2013	5,953	02/09/2013	5,6845	27/06/2013	5,3758
04/11/2013	5,9403	30/08/2013	5,6713	26/06/2013	5,3688
01/11/2013	5,9215	29/08/2013	5,661	25/06/2013	5,3635
31/10/2013	5,9108	28/08/2013	5,6492	24/06/2013	5,3592

19/06/2013	5,3467	16/04/2013	5,1552	01/02/2013	4,9828
18/06/2013	5,3395	15/04/2013	5,1522	30/01/2013	4,9768
17/06/2013	5,3368	12/04/2013	5,1468	29/01/2013	4,974
14/06/2013	5,3302	11/04/2013	5,1432	28/01/2013	4,9702
13/06/2013	5,325	10/04/2013	5,14	25/01/2013	4,964
12/06/2013	5,3167	09/04/2013	5,1373	24/01/2013	4,9625
11/06/2013	5,3093	08/04/2013	5,1345	23/01/2013	4,9608
10/06/2013	5,3052	05/04/2013	5,137	22/01/2013	4,9588
07/06/2013	5,2995	04/04/2013	5,1328	21/01/2013	4,9563
06/06/2013	5,2955	03/04/2013	5,1303	18/01/2013	4,95
05/06/2013	5,2917	27/03/2013	5,1223	17/01/2013	4,9495
04/06/2013	5,2895	26/03/2013	5,1193	16/01/2013	4,9493
03/06/2013	5,2875	25/03/2013	5,116	15/01/2013	4,9507
31/05/2013	5,2837	22/03/2013	5,1077	14/01/2013	4,948
30/05/2013	5,2798	21/03/2013	5,0997	11/01/2013	4,9408
29/05/2013	5,2743	20/03/2013	5,0958	10/01/2013	4,9385
28/05/2013	5,2702	19/03/2013	5,0967	09/01/2013	4,9353
27/05/2013	5,2685	18/03/2013	5,0967	08/01/2013	4,9312
24/05/2013	5,2662	15/03/2013	5,0902	07/01/2013	4,9288
23/05/2013	5,2602	14/03/2013	5,0843	04/01/2013	4,9262
22/05/2013	5,2512	13/03/2013	5,0788	03/01/2013	4,9263
21/05/2013	5,2472	12/03/2013	5,0765	02/01/2013	4,9228
20/05/2013	5,2423	11/03/2013	5,0692	28/12/2012	4,913
17/05/2013	5,2343	08/03/2013	5,0648	27/12/2012	4,9125
16/05/2013	5,234	07/03/2013	5,0628	26/12/2012	4,91
15/05/2013	5,2355	06/03/2013	5,0592	21/12/2012	4,9032
14/05/2013	5,236	05/03/2013	5,0555	20/12/2012	4,8987
13/05/2013	5,2313	04/03/2013	5,0523	19/12/2012	4,8948
10/05/2013	5,2268	01/03/2013	5,0475	18/12/2012	4,886
09/05/2013	5,2197	28/02/2013	5,0448	17/12/2012	4,8832
08/05/2013	5,213	27/02/2013	5,0392	14/12/2012	4,877
07/05/2013	5,2095	26/02/2013	5,0358	13/12/2012	4,8735
06/05/2013	5,2065	25/02/2013	5,0337	12/12/2012	4,8718
03/05/2013	5,1968	22/02/2013	5,03	11/12/2012	4,8655
02/05/2013	5,1898	21/02/2013	5,0275	10/12/2012	4,8632
30/04/2013	5,184	19/02/2013	5,0215	07/12/2012	4,8617
29/04/2013	5,1805	18/02/2013	5,0187	06/12/2012	4,8542
26/04/2013	5,1752	15/02/2013	5,0088	05/12/2012	4,8505
25/04/2013	5,1753	14/02/2013	5,0047	04/12/2012	4,8445
24/04/2013	5,1747	13/02/2013	5,002	03/12/2012	4,8398
23/04/2013	5,1693	08/02/2013	4,9963	30/11/2012	4,8338
22/04/2013	5,1667	07/02/2013	4,9913	29/11/2012	4,8302
19/04/2013	5,1613	06/02/2013	4,9855	28/11/2012	4,8253
18/04/2013	5,158	05/02/2013	4,9833	27/11/2012	4,8227
17/04/2013	5,1558	04/02/2013	4,9825	23/11/2012	4,821

22/11/2012	4,8235	17/09/2012	4,6737	13/07/2012	4,5478
21/11/2012	4,809	14/09/2012	4,6685	12/07/2012	4,543
20/11/2012	4,8058	13/09/2012	4,6627	11/07/2012	4,5403
19/11/2012	4,8028	12/09/2012	4,6622	10/07/2012	4,5385
16/11/2012	4,798	11/09/2012	4,6623	06/07/2012	4,5322
15/11/2012	4,7908	10/09/2012	4,662	05/07/2012	4,5275
14/11/2012	4,7855	07/09/2012	4,6585	04/07/2012	4,5255
13/11/2012	4,7832	06/09/2012	4,6535	03/07/2012	4,5258
12/11/2012	4,7822	05/09/2012	4,6505	02/07/2012	4,53
09/11/2012	4,777	04/09/2012	4,6448	29/06/2012	4,5253
08/11/2012	4,7725	03/09/2012	4,6423	28/06/2012	4,5213
07/11/2012	4,7715	31/08/2012	4,6347	27/06/2012	4,5157
05/11/2012	4,7722	30/08/2012	4,6307	26/06/2012	4,5168
02/11/2012	4,7708	29/08/2012	4,6312	25/06/2012	4,5133
01/11/2012	4,77	28/08/2012	4,6322	22/06/2012	4,5103
31/10/2012	4,7655	27/08/2012	4,6287	21/06/2012	4,5052
30/10/2012	4,76	24/08/2012	4,6202	19/06/2012	4,5028
29/10/2012	4,7558	23/08/2012	4,6173	18/06/2012	4,4995
26/10/2012	4,7532	22/08/2012	4,6178	15/06/2012	4,4965
25/10/2012	4,7508	21/08/2012	4,6187	14/06/2012	4,495
24/10/2012	4,7467	17/08/2012	4,6138	13/06/2012	4,4905
23/10/2012	4,744	16/08/2012	4,6092	12/06/2012	4,4892
22/10/2012	4,7432	15/08/2012	4,6075	11/06/2012	4,489
19/10/2012	4,7368	14/08/2012	4,6062	08/06/2012	4,4853
18/10/2012	4,7332	13/08/2012	4,6047	07/06/2012	4,4863
17/10/2012	4,7325	10/08/2012	4,6012	06/06/2012	4,4903
16/10/2012	4,7293	09/08/2012	4,5992	05/06/2012	4,4787
15/10/2012	4,7255	08/08/2012	4,5973	04/06/2012	4,4733
12/10/2012	4,7227	07/08/2012	4,594	01/06/2012	4,4708
11/10/2012	4,7195	06/08/2012	4,5907	31/05/2012	4,4713
10/10/2012	4,7135	03/08/2012	4,5877	30/05/2012	4,4723
09/10/2012	4,7128	02/08/2012	4,587	29/05/2012	4,4735
05/10/2012	4,7077	01/08/2012	4,5862	28/05/2012	4,477
04/10/2012	4,7038	31/07/2012	4,5833	24/05/2012	4,4697
03/10/2012	4,7012	30/07/2012	4,5813	23/05/2012	4,4692
02/10/2012	4,6998	27/07/2012	4,5783	22/05/2012	4,4675
01/10/2012	4,6992	26/07/2012	4,5717	21/05/2012	4,4622
28/09/2012	4,6942	25/07/2012	4,5712	18/05/2012	4,4543
27/09/2012	4,6915	24/07/2012	4,5707	17/05/2012	4,4505
26/09/2012	4,69	23/07/2012	4,5688	16/05/2012	4,4437
25/09/2012	4,6897	20/07/2012	4,562	15/05/2012	4,4428
21/09/2012	4,6842	19/07/2012	4,5583	14/05/2012	4,442
20/09/2012	4,6822	18/07/2012	4,5533	11/05/2012	4,438
19/09/2012	4,6802	17/07/2012	4,5512	10/05/2012	4,4397
18/09/2012	4,675	16/07/2012	4,5483	09/05/2012	4,4405

08/05/2012	4,4367	28/02/2012	4,3558	19/12/2011	4,2921
07/05/2012	4,4317	24/02/2012	4,3548	16/12/2011	4,2875
04/05/2012	4,4275	23/02/2012	4,355	15/12/2011	4,2823
03/05/2012	4,4273	22/02/2012	4,3552	14/12/2011	4,2802
02/05/2012	4,4205	17/02/2012	4,355	13/12/2011	4,2795
27/04/2012	4,4148	16/02/2012	4,3522	12/12/2011	4,2792
26/04/2012	4,4145	15/02/2012	4,3492	07/12/2011	4,278
25/04/2012	4,413	14/02/2012	4,3473	06/12/2011	4,2812
24/04/2012	4,4098	13/02/2012	4,3463	05/12/2011	4,286
23/04/2012	4,407	10/02/2012	4,3463	02/12/2011	4,2842
20/04/2012	4,4052	09/02/2012	4,3448	01/12/2011	4,2832
19/04/2012	4,4037	08/02/2012	4,3398	30/11/2011	4,2807
18/04/2012	4,3992	07/02/2012	4,3368	29/11/2011	4,2695
17/04/2012	4,3948	06/02/2012	4,3342	25/11/2011	4,2633
16/04/2012	4,3953	03/02/2012	4,3337	24/11/2011	4,2628
13/04/2012	4,3948	02/02/2012	4,3347	23/11/2011	4,2608
12/04/2012	4,3907	01/02/2012	4,3357	22/11/2011	4,2593
11/04/2012	4,385	31/01/2012	4,3362	21/11/2011	4,2575
10/04/2012	4,3835	30/01/2012	4,3345	18/11/2011	4,2567
09/04/2012	4,3868	27/01/2012	4,3367	17/11/2011	4,2572
04/04/2012	4,3843	26/01/2012	4,3383	16/11/2011	4,2595
03/04/2012	4,3798	25/01/2012	4,3365	15/11/2011	4,2727
30/03/2012	4,3785	24/01/2012	4,3312	14/11/2011	4,2715
29/03/2012	4,3753	23/01/2012	4,3257	11/11/2011	4,2648
28/03/2012	4,3735	20/01/2012	4,3222	10/11/2011	4,2613
27/03/2012	4,3725	19/01/2012	4,3207	09/11/2011	4,2605
26/03/2012	4,3697	18/01/2012	4,3188	08/11/2011	4,26
23/03/2012	4,3667	17/01/2012	4,317	07/11/2011	4,2575
22/03/2012	4,3655	16/01/2012	4,3148	04/11/2011	4,251
21/03/2012	4,3668	13/01/2012	4,3118	03/11/2011	4,2503
20/03/2012	4,364	12/01/2012	4,312	02/11/2011	4,2478
19/03/2012	4,3633	11/01/2012	4,3133	01/11/2011	4,2377
16/03/2012	4,354	10/01/2012	4,3133	31/10/2011	4,2355
15/03/2012	4,3557	09/01/2012	4,3182	28/10/2011	4,2355
14/03/2012	4,356	06/01/2012	4,3152	27/10/2011	4,2353
13/03/2012	4,3497	05/01/2012	4,3067	26/10/2011	4,2358
12/03/2012	4,3458	04/01/2012	4,3048	25/10/2011	4,2355
09/03/2012	4,341	03/01/2012	4,3052	24/10/2011	4,2355
08/03/2012	4,3368	29/12/2011	4,3035	21/10/2011	4,2345
07/03/2012	4,3362	28/12/2011	4,3012	20/10/2011	4,2345
06/03/2012	4,3353	27/12/2011	4,2955	19/10/2011	4,2318
05/03/2012	4,3345	23/12/2011	4,2927	18/10/2011	4,2245
02/03/2012	4,3433	22/12/2011	4,2922	17/10/2011	4,222
01/03/2012	4,3548	21/12/2011	4,2928	14/10/2011	4,2148
29/02/2012	4,3565	20/12/2011	4,2925	13/10/2011	4,2133

12/10/2011	4,2105	08/08/2011	4,1568	03/06/2011	4,0905
11/10/2011	4,2108	05/08/2011	4,1545	02/06/2011	4,0898
07/10/2011	4,2095	04/08/2011	4,153	01/06/2011	4,089
06/10/2011	4,2085	03/08/2011	4,1502	31/05/2011	4,0887
05/10/2011	4,2057	02/08/2011	4,1478	30/05/2011	4,0877
04/10/2011	4,2045	01/08/2011	4,146	27/05/2011	4,0857
03/10/2011	4,2045	29/07/2011	4,143	26/05/2011	4,0865
30/09/2011	4,2045	28/07/2011	4,1398	24/05/2011	4,0865
29/09/2011	4,2045	27/07/2011	4,138	23/05/2011	4,0862
28/09/2011	4,2045	26/07/2011	4,1372	20/05/2011	4,0865
27/09/2011	4,2045	25/07/2011	4,139	19/05/2011	4,0855
26/09/2011	4,2045	22/07/2011	4,1395	18/05/2011	4,0858
23/09/2011	4,203	21/07/2011	4,1378	17/05/2011	4,0852
22/09/2011	4,1978	20/07/2011	4,1363	16/05/2011	4,0845
21/09/2011	4,191	19/07/2011	4,1297	13/05/2011	4,0828
20/09/2011	4,1972	18/07/2011	4,1263	12/05/2011	4,0833
19/09/2011	4,2047	15/07/2011	4,123	11/05/2011	4,0822
16/09/2011	4,2045	14/07/2011	4,1225	10/05/2011	4,0818
15/09/2011	4,2043	13/07/2011	4,1218	09/05/2011	4,0822
14/09/2011	4,2035	12/07/2011	4,1225	06/05/2011	4,0805
13/09/2011	4,2037	11/07/2011	4,1227	05/05/2011	4,0812
12/09/2011	4,2042	08/07/2011	4,123	04/05/2011	4,0795
09/09/2011	4,204	07/07/2011	4,1198	03/05/2011	4,0788
08/09/2011	4,2052	06/07/2011	4,1175	02/05/2011	4,0805
07/09/2011	4,2065	05/07/2011	4,1162	29/04/2011	4,0805
06/09/2011	4,2077	04/07/2011	4,114	28/04/2011	4,0837
05/09/2011	4,2092	01/07/2011	4,1105	27/04/2011	4,0835
02/09/2011	4,2173	30/06/2011	4,111	26/04/2011	4,0822
01/09/2011	4,2063	29/06/2011	4,107	25/04/2011	4,0828
31/08/2011	4,1995	28/06/2011	4,1032	20/04/2011	4,0782
30/08/2011	4,1917	27/06/2011	4,102	19/04/2011	4,0752
29/08/2011	4,1875	24/06/2011	4,0998	18/04/2011	4,0733
26/08/2011	4,1855	23/06/2011	4,0992	15/04/2011	4,0688
25/08/2011	4,1868	22/06/2011	4,0982	14/04/2011	4,0652
24/08/2011	4,1863	21/06/2011	4,097	13/04/2011	4,0553
23/08/2011	4,1828	17/06/2011	4,0945	12/04/2011	4,0498
19/08/2011	4,1772	16/06/2011	4,0945	11/04/2011	4,0495
18/08/2011	4,1713	15/06/2011	4,0932	08/04/2011	4,0502
17/08/2011	4,1655	14/06/2011	4,0925	07/04/2011	4,0535
16/08/2011	4,1623	13/06/2011	4,0935	06/04/2011	4,0535
15/08/2011	4,1595	10/06/2011	4,0928	05/04/2011	4,0525
12/08/2011	4,1592	09/06/2011	4,0925	04/04/2011	4,0522
11/08/2011	4,1585	08/06/2011	4,0925	01/04/2011	4,0542
10/08/2011	4,1572	07/06/2011	4,0925	31/03/2011	4,052
09/08/2011	4,1562	06/06/2011	4,0908	30/03/2011	4,0492

29/03/2011	4,0453	19/01/2011	3,9828	11/11/2010	3,9633
28/03/2011	4,0438	18/01/2011	3,9803	10/11/2010	3,9623
23/03/2011	4,0415	17/01/2011	3,9787	09/11/2010	3,9612
22/03/2011	4,0408	14/01/2011	3,9777	08/11/2010	3,9595
21/03/2011	4,0408	13/01/2011	3,975	05/11/2010	3,9578
18/03/2011	4,0393	12/01/2011	3,9765	04/11/2010	3,9572
17/03/2011	4,0398	11/01/2011	3,977	03/11/2010	3,9567
16/03/2011	4,0365	10/01/2011	3,9788	02/11/2010	3,9585
15/03/2011	4,0325	07/01/2011	3,9738	01/11/2010	3,958
14/03/2011	4,0288	06/01/2011	3,9715	29/10/2010	3,957
11/03/2011	4,0307	05/01/2011	3,9725	28/10/2010	3,9588
10/03/2011	4,032	04/01/2011	3,973	26/10/2010	3,9558
09/03/2011	4,0325	03/01/2011	3,9738	25/10/2010	3,9565
04/03/2011	4,0298	30/12/2010	3,9758	22/10/2010	3,9577
03/03/2011	4,0298	29/12/2010	3,9818	21/10/2010	3,9602
02/03/2011	4,0315	28/12/2010	3,9857	20/10/2010	3,9585
01/03/2011	4,0308	27/12/2010	3,9845	19/10/2010	3,9557
28/02/2011	4,0305	23/12/2010	3,9753	18/10/2010	3,955
25/02/2011	4,0287	22/12/2010	3,9738	15/10/2010	3,9503
24/02/2011	4,0282	21/12/2010	3,9745	14/10/2010	3,9513
23/02/2011	4,0288	20/12/2010	3,9748	13/10/2010	3,9532
22/02/2011	4,0282	17/12/2010	3,9755	12/10/2010	3,9558
21/02/2011	4,0273	16/12/2010	3,9755	08/10/2010	3,9573
18/02/2011	4,0248	15/12/2010	3,9738	07/10/2010	3,9595
17/02/2011	4,024	14/12/2010	3,9732	06/10/2010	3,9587
16/02/2011	4,0245	13/12/2010	3,974	05/10/2010	3,959
15/02/2011	4,0248	10/12/2010	3,9762	04/10/2010	3,9612
14/02/2011	4,0235	09/12/2010	3,9775	01/10/2010	3,9612
11/02/2011	4,022	07/12/2010	3,9782	30/09/2010	3,9607
10/02/2011	4,0183	06/12/2010	3,9772	29/09/2010	3,9698
09/02/2011	4,0167	03/12/2010	3,9795	28/09/2010	3,9715
08/02/2011	4,0192	02/12/2010	3,9802	27/09/2010	3,9607
07/02/2011	4,0187	01/12/2010	3,9855	24/09/2010	3,9552
04/02/2011	4,0172	30/11/2010	3,984	23/09/2010	3,9522
03/02/2011	4,0143	29/11/2010	3,9825	22/09/2010	3,9523
02/02/2011	4,0107	26/11/2010	3,9768	21/09/2010	3,9512
01/02/2011	4,0088	25/11/2010	3,9735	20/09/2010	3,9512
31/01/2011	4,0008	24/11/2010	3,9732	17/09/2010	3,9495
28/01/2011	3,998	23/11/2010	3,9742	16/09/2010	3,9495
27/01/2011	3,9913	19/11/2010	3,9735	15/09/2010	3,9503
26/01/2011	3,9888	18/11/2010	3,9725	14/09/2010	3,9492
25/01/2011	3,9872	17/11/2010	3,976	13/09/2010	3,9468
24/01/2011	3,9845	16/11/2010	3,9695	10/09/2010	3,946
21/01/2011	3,9832	15/11/2010	3,9662	09/09/2010	3,9452
20/01/2011	3,9823	12/11/2010	3,9632	08/09/2010	3,9468

07/09/2010	3,9462	02/07/2010	3,9342	27/04/2010	3,8765
06/09/2010	3,9455	01/07/2010	3,9325	26/04/2010	3,8722
03/09/2010	3,9442	30/06/2010	3,9318	23/04/2010	3,8722
02/09/2010	3,9488	29/06/2010	3,9333	22/04/2010	3,8713
01/09/2010	3,9488	28/06/2010	3,9332	21/04/2010	3,8717
31/08/2010	3,9497	25/06/2010	3,9323	20/04/2010	3,8715
30/08/2010	3,9445	24/06/2010	3,9283	19/04/2010	3,8682
27/08/2010	3,9438	23/06/2010	3,9295	16/04/2010	3,8717
26/08/2010	3,9448	22/06/2010	3,9288	15/04/2010	3,8748
25/08/2010	3,9455	18/06/2010	3,9265	14/04/2010	3,879
24/08/2010	3,9415	17/06/2010	3,9262	13/04/2010	3,8808
23/08/2010	3,9395	16/06/2010	3,9258	12/04/2010	3,8775
20/08/2010	3,9382	15/06/2010	3,9257	09/04/2010	3,8745
19/08/2010	3,9368	14/06/2010	3,9268	08/04/2010	3,8758
18/08/2010	3,9338	11/06/2010	3,9222	07/04/2010	3,8798
17/08/2010	3,9333	10/06/2010	3,9175	06/04/2010	3,8788
13/08/2010	3,9328	09/06/2010	3,916	05/04/2010	3,8768
12/08/2010	3,9338	08/06/2010	3,9215	31/03/2010	3,8763
11/08/2010	3,9345	07/06/2010	3,9252	30/03/2010	3,8748
10/08/2010	3,9328	04/06/2010	3,923	29/03/2010	3,8713
09/08/2010	3,9308	03/06/2010	3,923	26/03/2010	3,8672
06/08/2010	3,9325	02/06/2010	3,9288	25/03/2010	3,8658
05/08/2010	3,9347	01/06/2010	3,9308	23/03/2010	3,8635
04/08/2010	3,9325	31/05/2010	3,9268	22/03/2010	3,8638
03/08/2010	3,9352	28/05/2010	3,9145	19/03/2010	3,8628
02/08/2010	3,9388	27/05/2010	3,9115	18/03/2010	3,8622
30/07/2010	3,9395	26/05/2010	3,9088	17/03/2010	3,8613
29/07/2010	3,9367	21/05/2010	3,9062	16/03/2010	3,8628
28/07/2010	3,9338	20/05/2010	3,9068	15/03/2010	3,8618
27/07/2010	3,9315	19/05/2010	3,9098	12/03/2010	3,8597
26/07/2010	3,9322	18/05/2010	3,9062	11/03/2010	3,8588
23/07/2010	3,9318	17/05/2010	3,8998	10/03/2010	3,8615
22/07/2010	3,9335	14/05/2010	3,8958	09/03/2010	3,8618
21/07/2010	3,9348	13/05/2010	3,8958	08/03/2010	3,8595
20/07/2010	3,9353	12/05/2010	3,8955	05/03/2010	3,8573
19/07/2010	3,9345	11/05/2010	3,8958	04/03/2010	3,8563
16/07/2010	3,9357	10/05/2010	3,8947	03/03/2010	3,8543
15/07/2010	3,9348	07/05/2010	3,8952	02/03/2010	3,8578
14/07/2010	3,9347	06/05/2010	3,8975	01/03/2010	3,8597
13/07/2010	3,9358	05/05/2010	3,901	26/02/2010	3,8598
12/07/2010	3,9375	04/05/2010	3,8898	25/02/2010	3,8617
08/07/2010	3,9367	03/05/2010	3,886	24/02/2010	3,8595
07/07/2010	3,9358	30/04/2010	3,8862	23/02/2010	3,8677
06/07/2010	3,9345	29/04/2010	3,8818	22/02/2010	3,8608
05/07/2010	3,9355	28/04/2010	3,8803	19/02/2010	3,8587

18/02/2010	3,8582	11/12/2009	3,8002	06/10/2009	3,8345
17/02/2010	3,8557	10/12/2009	3,8015	05/10/2009	3,8405
16/02/2010	3,8612	09/12/2009	3,8008	02/10/2009	3,8452
15/02/2010	3,8577	07/12/2009	3,8065	01/10/2009	3,8417
12/02/2010	3,8537	04/12/2009	3,8072	30/09/2009	3,8427
11/02/2010	3,8502	03/12/2009	3,8107	29/09/2009	3,8432
10/02/2010	3,8458	02/12/2009	3,8123	28/09/2009	3,8398
09/02/2010	3,8427	01/12/2009	3,8108	25/09/2009	3,8385
08/02/2010	3,8407	30/11/2009	3,8102	24/09/2009	3,8352
05/02/2010	3,8447	27/11/2009	3,8082	23/09/2009	3,8377
04/02/2010	3,841	26/11/2009	3,8052	22/09/2009	3,8338
03/02/2010	3,8332	25/11/2009	3,8033	21/09/2009	3,8378
02/02/2010	3,831	24/11/2009	3,7995	18/09/2009	3,836
01/02/2010	3,8407	23/11/2009	3,7988	17/09/2009	3,8292
29/01/2010	3,823	20/11/2009	3,8013	16/09/2009	3,8275
28/01/2010	3,8173	19/11/2009	3,8052	15/09/2009	3,8322
27/01/2010	3,817	18/11/2009	3,8122	14/09/2009	3,8523
26/01/2010	3,8098	17/11/2009	3,8155	11/09/2009	3,8545
25/01/2010	3,8058	16/11/2009	3,8145	10/09/2009	3,8542
22/01/2010	3,811	13/11/2009	3,8142	09/09/2009	3,8533
21/01/2010	3,8062	12/11/2009	3,8123	08/09/2009	3,8497
20/01/2010	3,8013	11/11/2009	3,8135	07/09/2009	3,849
19/01/2010	3,8008	10/11/2009	3,8155	04/09/2009	3,8468
18/01/2010	3,7975	09/11/2009	3,8165	03/09/2009	3,8462
15/01/2010	3,7988	05/11/2009	3,8175	02/09/2009	3,8455
14/01/2010	3,7965	04/11/2009	3,8172	01/09/2009	3,847
13/01/2010	3,797	03/11/2009	3,8192	31/08/2009	3,8525
12/01/2010	3,7942	02/11/2009	3,8192	28/08/2009	3,8478
11/01/2010	3,7968	30/10/2009	3,819	27/08/2009	3,8488
08/01/2010	3,8013	29/10/2009	3,8208	26/08/2009	3,8498
07/01/2010	3,803	28/10/2009	3,8205	25/08/2009	3,8512
06/01/2010	3,8105	27/10/2009	3,8208	24/08/2009	3,8508
05/01/2010	3,7978	26/10/2009	3,8198	21/08/2009	3,8503
04/01/2010	3,7975	23/10/2009	3,8202	20/08/2009	3,8492
30/12/2009	3,8182	22/10/2009	3,822	19/08/2009	3,8478
29/12/2009	3,8157	21/10/2009	3,8203	18/08/2009	3,8445
28/12/2009	3,792	20/10/2009	3,821	14/08/2009	3,8398
23/12/2009	3,7957	19/10/2009	3,8212	13/08/2009	3,8358
22/12/2009	3,8063	16/10/2009	3,8193	12/08/2009	3,8325
21/12/2009	3,8127	15/10/2009	3,82	11/08/2009	3,8303
18/12/2009	3,8205	14/10/2009	3,8222	10/08/2009	3,8277
17/12/2009	3,813	13/10/2009	3,824	07/08/2009	3,826
16/12/2009	3,8108	09/10/2009	3,8298	06/08/2009	3,8247
15/12/2009	3,8153	08/10/2009	3,8333	05/08/2009	3,8245
14/12/2009	3,8068	07/10/2009	3,8343	04/08/2009	3,8223

03/08/2009	3,8272	27/05/2009	3,7392	17/03/2009	3,6467
31/07/2009	3,8305	26/05/2009	3,7398	16/03/2009	3,6497
30/07/2009	3,8305	22/05/2009	3,7378	13/03/2009	3,6495
29/07/2009	3,8207	21/05/2009	3,7348	12/03/2009	3,647
28/07/2009	3,8132	20/05/2009	3,73	11/03/2009	3,64
27/07/2009	3,8103	19/05/2009	3,7268	10/03/2009	3,6388
24/07/2009	3,809	18/05/2009	3,7288	09/03/2009	3,6377
23/07/2009	3,8088	15/05/2009	3,729	06/03/2009	3,6283
22/07/2009	3,8078	14/05/2009	3,7263	05/03/2009	3,6245
21/07/2009	3,8083	13/05/2009	3,7225	04/03/2009	3,6143
20/07/2009	3,8078	12/05/2009	3,72	03/03/2009	3,6138
17/07/2009	3,8075	11/05/2009	3,7187	02/03/2009	3,5905
16/07/2009	3,8077	08/05/2009	3,7198	27/02/2009	3,5595
15/07/2009	3,8062	07/05/2009	3,7152	26/02/2009	3,555
14/07/2009	3,807	06/05/2009	3,7022	25/02/2009	3,553
13/07/2009	3,811	05/05/2009	3,6945	24/02/2009	3,5518
08/07/2009	3,809	04/05/2009	3,6928	23/02/2009	3,5443
07/07/2009	3,804	30/04/2009	3,7198	20/02/2009	3,5378
06/07/2009	3,8055	29/04/2009	3,7208	19/02/2009	3,5218
03/07/2009	3,8015	28/04/2009	3,7118	18/02/2009	3,5077
02/07/2009	3,7998	27/04/2009	3,7012	17/02/2009	3,5002
01/07/2009	3,7983	24/04/2009	3,6967	16/02/2009	3,4972
30/06/2009	3,7952	23/04/2009	3,698	13/02/2009	3,493
29/06/2009	3,7897	22/04/2009	3,6967	12/02/2009	3,493
26/06/2009	3,8008	21/04/2009	3,6925	11/02/2009	3,4868
25/06/2009	3,7955	20/04/2009	3,6868	10/02/2009	3,488
24/06/2009	3,7893	17/04/2009	3,6798	09/02/2009	3,4877
23/06/2009	3,7857	16/04/2009	3,676	06/02/2009	3,486
22/06/2009	3,7792	15/04/2009	3,6772	05/02/2009	3,487
19/06/2009	3,7708	14/04/2009	3,6823	04/02/2009	3,4957
18/06/2009	3,7678	13/04/2009	3,6777	03/02/2009	3,496
17/06/2009	3,7667	08/04/2009	3,678	02/02/2009	3,4888
16/06/2009	3,7672	07/04/2009	3,6738	30/01/2009	3,4875
12/06/2009	3,763	06/04/2009	3,6848	29/01/2009	3,4875
11/06/2009	3,7615	03/04/2009	3,7017	28/01/2009	3,4855
10/06/2009	3,7587	01/04/2009	3,7185	27/01/2009	3,4823
09/06/2009	3,7595	31/03/2009	3,7135	26/01/2009	3,4842
08/06/2009	3,757	30/03/2009	3,7167	23/01/2009	3,478
05/06/2009	3,7473	27/03/2009	3,7103	22/01/2009	3,4735
04/06/2009	3,7432	26/03/2009	3,6917	21/01/2009	3,4653
03/06/2009	3,7427	25/03/2009	3,6858	20/01/2009	3,4585
02/06/2009	3,7432	23/03/2009	3,6717	19/01/2009	3,4572
01/06/2009	3,7468	20/03/2009	3,6547	16/01/2009	3,4548
29/05/2009	3,7465	19/03/2009	3,6555	15/01/2009	3,4525
28/05/2009	3,7403	18/03/2009	3,6527	14/01/2009	3,451

13/01/2009	3,4505	03/11/2008	3,38	29/08/2008	3,0288
12/01/2009	3,45	31/10/2008	3,379	28/08/2008	3,0265
09/01/2009	3,4497	30/10/2008	3,3627	27/08/2008	3,0278
08/01/2009	3,4547	29/10/2008	3,3797	26/08/2008	3,026
07/01/2009	3,4568	28/10/2008	3,3088	25/08/2008	3,0238
06/01/2009	3,4502	27/10/2008	3,2878	22/08/2008	3,0228
05/01/2009	3,4603	24/10/2008	3,2645	21/08/2008	3,0253
02/01/2009	3,4543	23/10/2008	3,2425	20/08/2008	3,027
30/12/2008	3,4498	22/10/2008	3,2163	19/08/2008	3,029
29/12/2008	3,4415	21/10/2008	3,2235	15/08/2008	3,0285
26/12/2008	3,442	20/10/2008	3,2178	14/08/2008	3,0285
23/12/2008	3,4292	17/10/2008	3,207	13/08/2008	3,0353
22/12/2008	3,4182	16/10/2008	3,2037	12/08/2008	3,0338
19/12/2008	3,4062	15/10/2008	3,2013	11/08/2008	3,0435
18/12/2008	3,409	14/10/2008	3,2062	08/08/2008	3,0522
17/12/2008	3,3998	10/10/2008	3,2552	07/08/2008	3,0462
16/12/2008	3,4183	09/10/2008	3,2268	06/08/2008	3,0432
15/12/2008	3,4307	08/10/2008	3,2222	05/08/2008	3,0395
12/12/2008	3,4165	07/10/2008	3,2115	04/08/2008	3,0378
11/12/2008	3,4132	06/10/2008	3,195	01/08/2008	3,04
10/12/2008	3,4202	03/10/2008	3,1615	31/07/2008	3,0305
09/12/2008	3,4417	02/10/2008	3,1395	30/07/2008	3,0258
05/12/2008	3,4488	01/10/2008	3,135	29/07/2008	3,0232
04/12/2008	3,4277	30/09/2008	3,1302	28/07/2008	3,0185
03/12/2008	3,4042	29/09/2008	3,1198	25/07/2008	3,0173
02/12/2008	3,392	26/09/2008	3,1158	24/07/2008	3,0153
01/12/2008	3,3763	25/09/2008	3,1095	23/07/2008	3,0222
28/11/2008	3,369	24/09/2008	3,1022	22/07/2008	3,0252
27/11/2008	3,3552	23/09/2008	3,1027	21/07/2008	3,0238
26/11/2008	3,3455	22/09/2008	3,1135	18/07/2008	3,0238
25/11/2008	3,339	19/09/2008	3,1058	17/07/2008	3,022
24/11/2008	3,3368	18/09/2008	3,113	16/07/2008	3,0255
21/11/2008	3,3328	17/09/2008	3,0997	15/07/2008	3,0227
20/11/2008	3,3282	16/09/2008	3,0945	14/07/2008	3,0255
19/11/2008	3,3268	15/09/2008	3,0877	11/07/2008	3,0212
18/11/2008	3,3175	12/09/2008	3,0802	10/07/2008	3,0158
17/11/2008	3,3177	11/09/2008	3,0867	08/07/2008	3,0143
14/11/2008	3,3107	10/09/2008	3,068	07/07/2008	3,0195
13/11/2008	3,3083	09/09/2008	3,0548	04/07/2008	3,0288
12/11/2008	3,302	08/09/2008	3,0415	03/07/2008	3,0267
11/11/2008	3,2993	05/09/2008	3,0388	02/07/2008	3,0198
10/11/2008	3,3033	04/09/2008	3,0392	01/07/2008	3,0242
07/11/2008	3,3093	03/09/2008	3,0462	30/06/2008	3,0242
05/11/2008	3,3042	02/09/2008	3,0317	27/06/2008	3,0247
04/11/2008	3,3687	01/09/2008	3,0305	26/06/2008	3,0222

25/06/2008	3,015	21/04/2008	3,1732	12/02/2008	3,1637
24/06/2008	3,0128	18/04/2008	3,1698	11/02/2008	3,1677
23/06/2008	3,0202	17/04/2008	3,1692	08/02/2008	3,1695
20/06/2008	3,024	16/04/2008	3,1633	07/02/2008	3,167
19/06/2008	3,0272	15/04/2008	3,1553	06/02/2008	3,1682
18/06/2008	3,0305	14/04/2008	3,1527	05/02/2008	3,1588
17/06/2008	3,0343	11/04/2008	3,152	04/02/2008	3,1527
13/06/2008	3,0523	10/04/2008	3,1573	01/02/2008	3,1527
12/06/2008	3,0527	09/04/2008	3,1585	31/01/2008	3,1557
11/06/2008	3,0612	08/04/2008	3,1578	30/01/2008	3,153
10/06/2008	3,0635	07/04/2008	3,16	29/01/2008	3,1473
09/06/2008	3,0588	04/04/2008	3,1625	28/01/2008	3,1507
06/06/2008	3,0565	03/04/2008	3,1625	25/01/2008	3,1465
05/06/2008	3,0612	01/04/2008	3,1668	24/01/2008	3,1538
04/06/2008	3,06	31/03/2008	3,1653	23/01/2008	3,157
03/06/2008	3,0725	28/03/2008	3,1638	22/01/2008	3,1568
02/06/2008	3,0932	27/03/2008	3,1672	21/01/2008	3,1575
30/05/2008	3,0978	26/03/2008	3,1688	18/01/2008	3,1525
29/05/2008	3,1105	25/03/2008	3,1615	17/01/2008	3,148
28/05/2008	3,1175	19/03/2008	3,1497	16/01/2008	3,1413
27/05/2008	3,1335	18/03/2008	3,147	15/01/2008	3,1407
26/05/2008	3,139	17/03/2008	3,1503	14/01/2008	3,1312
23/05/2008	3,135	14/03/2008	3,1448	11/01/2008	3,1282
22/05/2008	3,1327	13/03/2008	3,1502	10/01/2008	3,1285
21/05/2008	3,1342	12/03/2008	3,1527	09/01/2008	3,1287
20/05/2008	3,1438	11/03/2008	3,153	08/01/2008	3,1318
19/05/2008	3,1443	10/03/2008	3,1572	07/01/2008	3,137
16/05/2008	3,1577	07/03/2008	3,1535	04/01/2008	3,1415
15/05/2008	3,1608	06/03/2008	3,1525	03/01/2008	3,1422
14/05/2008	3,1615	05/03/2008	3,1518	02/01/2008	3,1473
13/05/2008	3,174	04/03/2008	3,155	28/12/2007	3,151
12/05/2008	3,1773	03/03/2008	3,1608	27/12/2007	3,1475
09/05/2008	3,1752	29/02/2008	3,1587	26/12/2007	3,1442
08/05/2008	3,1812	28/02/2008	3,1575	21/12/2007	3,1373
07/05/2008	3,1805	27/02/2008	3,1573	20/12/2007	3,1345
06/05/2008	3,1758	26/02/2008	3,1595	19/12/2007	3,1353
05/05/2008	3,1725	25/02/2008	3,1572	18/12/2007	3,1385
02/05/2008	3,1683	22/02/2008	3,1528	17/12/2007	3,1447
30/04/2008	3,1635	21/02/2008	3,1505	14/12/2007	3,1445
29/04/2008	3,1705	20/02/2008	3,1548	13/12/2007	3,1408
28/04/2008	3,1707	19/02/2008	3,1538	12/12/2007	3,1388
25/04/2008	3,1815	18/02/2008	3,1535	11/12/2007	3,1393
24/04/2008	3,1833	15/02/2008	3,1537	10/12/2007	3,1398
23/04/2008	3,1825	14/02/2008	3,1542		
22/04/2008	3,1845	13/02/2008	3,1608		

Fuente: www.bcra.gov.ar

Es destacable mencionar que para el análisis comparativo se tomaron los días en que hubo actividad bursátil eliminando del mismo los siguientes:

Fecha	Cotización
31/12/2012	4,9173
30/12/2011	4,3032
31/12/2009	3,7967
24/12/2009	3,7937
31/12/2008	3,4537
24/12/2008	3,4363

6.2. ANEXO

INDICE MERVAL

CUADRO XX. Valor índice Merval (10/ 12/2007-30/06/2014)

Fecha	Precio	07/05/2014	6921,64	06/03/2014	5909,00
30/06/2014	7887,33	06/05/2014	6813,48	05/03/2014	5749,77
27/06/2014	7905,10	05/05/2014	6888,35	28/02/2014	5784,39
26/06/2014	7820,50	30/04/2014	6782,01	27/02/2014	5771,72
25/06/2014	7982,72	29/04/2014	6827,58	26/02/2014	5826,58
24/06/2014	7912,54	28/04/2014	6790,62	25/02/2014	5852,45
23/06/2014	7985,11	25/04/2014	6557,29	24/02/2014	5982,48
19/06/2014	7347,64	24/04/2014	6728,15	21/02/2014	5914,82
18/06/2014	7727,67	23/04/2014	6704,30	20/02/2014	5976,19
17/06/2014	7507,10	22/04/2014	6609,57	19/02/2014	5956,59
16/06/2014	7235,11	21/04/2014	6452,99	18/02/2014	6092,96
13/06/2014	8047,37	16/04/2014	6449,87	17/02/2014	6151,74
12/06/2014	8066,51	15/04/2014	6316,44	14/02/2014	6070,60
11/06/2014	8077,65	14/04/2014	6398,31	13/02/2014	5937,38
10/06/2014	8157,96	11/04/2014	6468,57	12/02/2014	5884,21
09/06/2014	8291,81	10/04/2014	6498,35	11/02/2014	5636,27
06/06/2014	7913,87	09/04/2014	6475,99	10/02/2014	5407,40
05/06/2014	7835,18	08/04/2014	6487,31	07/02/2014	5585,00
04/06/2014	7695,48	07/04/2014	6444,30	06/02/2014	5881,68
03/06/2014	7708,80	04/04/2014	6386,85	05/02/2014	5924,08
02/06/2014	7678,23	03/04/2014	6498,24	04/02/2014	6132,24
30/05/2014	7712,23	01/04/2014	6440,65	03/02/2014	6086,74
29/05/2014	7815,59	31/03/2014	6373,82	31/01/2014	6018,65
28/05/2014	7665,43	28/03/2014	6198,58	30/01/2014	5857,86
27/05/2014	7571,62	27/03/2014	6174,00	29/01/2014	5659,41
26/05/2014	7533,36	26/03/2014	6134,95	28/01/2014	5660,97
23/05/2014	7446,85	25/03/2014	6194,41	27/01/2014	5595,36
22/05/2014	7374,81	21/03/2014	6086,82	24/01/2014	5545,21
21/05/2014	7261,07	20/03/2014	5965,11	23/01/2014	5771,76
20/05/2014	7218,46	19/03/2014	5866,99	22/01/2014	5896,67
19/05/2014	7156,31	18/03/2014	5883,48	21/01/2014	5840,17
16/05/2014	6878,73	17/03/2014	5762,69	20/01/2014	5919,39
15/05/2014	6784,40	14/03/2014	5747,12	17/01/2014	5858,77
14/05/2014	6900,49	13/03/2014	5658,04	16/01/2014	5833,21
13/05/2014	6866,93	12/03/2014	5712,62	15/01/2014	5687,39
12/05/2014	6843,32	11/03/2014	5754,38	14/01/2014	5560,08
09/05/2014	6846,69	10/03/2014	5789,98	13/01/2014	5570,99
08/05/2014	6814,54	07/03/2014	5880,84	10/01/2014	5493,40

09/01/2014	5363,20	30/10/2013	5226,53	27/08/2013	3848,02
08/01/2014	5388,90	29/10/2013	5218,36	26/08/2013	3897,40
07/01/2014	5338,07	28/10/2013	5470,71	23/08/2013	3903,21
06/01/2014	5283,03	25/10/2013	5526,29	22/08/2013	3943,48
03/01/2014	5381,84	24/10/2013	5641,57	21/08/2013	3852,43
02/01/2014	5320,65	23/10/2013	5363,47	20/08/2013	3850,73
30/12/2013	5391,03	22/10/2013	5616,31	16/08/2013	3815,29
27/12/2013	5400,16	21/10/2013	5662,26	15/08/2013	3865,11
26/12/2013	5279,56	18/10/2013	5465,85	14/08/2013	3883,24
23/12/2013	5350,11	17/10/2013	5386,17	13/08/2013	3764,31
20/12/2013	5264,78	16/10/2013	5262,85	12/08/2013	3668,83
19/12/2013	5356,94	15/10/2013	5285,28	09/08/2013	3615,11
18/12/2013	5411,19	11/10/2013	5241,88	08/08/2013	3582,23
17/12/2013	5422,83	10/10/2013	5165,46	07/08/2013	3546,29
16/12/2013	5378,40	09/10/2013	4946,42	06/08/2013	3469,23
13/12/2013	5258,27	08/10/2013	4917,77	05/08/2013	3453,13
12/12/2013	5223,31	07/10/2013	4923,96	02/08/2013	3458,79
11/12/2013	5186,32	04/10/2013	4855,47	01/08/2013	3431,79
10/12/2013	5224,24	03/10/2013	4866,55	31/07/2013	3357,86
09/12/2013	5334,17	02/10/2013	4869,80	30/07/2013	3336,74
06/12/2013	5331,28	01/10/2013	4906,52	29/07/2013	3384,17
05/12/2013	5324,36	30/09/2013	4783,77	26/07/2013	3423,19
04/12/2013	5310,55	27/09/2013	4730,14	25/07/2013	3426,44
03/12/2013	5292,67	26/09/2013	4838,54	24/07/2013	3463,48
02/12/2013	5530,88	25/09/2013	4785,60	23/07/2013	3462,06
29/11/2013	5718,68	24/09/2013	4815,58	22/07/2013	3450,45
28/11/2013	5734,20	23/09/2013	4892,65	19/07/2013	3410,14
27/11/2013	5601,17	20/09/2013	4754,93	18/07/2013	3376,89
26/11/2013	5696,21	19/09/2013	4768,71	17/07/2013	3475,70
22/11/2013	5529,54	18/09/2013	4732,12	16/07/2013	3394,28
21/11/2013	5395,07	17/09/2013	4631,85	15/07/2013	3348,98
20/11/2013	5362,00	16/09/2013	4647,45	12/07/2013	3226,38
19/11/2013	5188,28	13/09/2013	4484,29	11/07/2013	3232,07
18/11/2013	5552,17	12/09/2013	4392,25	10/07/2013	3127,22
15/11/2013	5572,33	11/09/2013	4516,73	08/07/2013	3127,66
14/11/2013	5467,65	10/09/2013	4502,04	05/07/2013	3063,69
13/11/2013	5244,11	09/09/2013	4368,36	04/07/2013	3096,11
12/11/2013	5272,22	06/09/2013	4181,58	03/07/2013	3023,05
11/11/2013	5407,83	05/09/2013	4175,82	02/07/2013	2994,08
08/11/2013	5294,18	04/09/2013	4094,92	01/07/2013	3019,82
07/11/2013	5304,12	03/09/2013	4056,35	28/06/2013	2976,27
05/11/2013	5505,47	02/09/2013	3974,53	27/06/2013	2941,08
04/11/2013	5223,41	30/08/2013	3935,89	26/06/2013	2966,51
01/11/2013	5094,67	29/08/2013	3922,35	25/06/2013	3013,15

31/10/2013	5181,27	28/08/2013	3925,31	24/06/2013	3021,16
19/06/2013	3070,86	16/04/2013	3473,40	01/02/2013	3531,46
18/06/2013	3047,99	15/04/2013	3403,12	30/01/2013	3462,42
17/06/2013	3100,35	12/04/2013	3463,49	29/01/2013	3470,15
14/06/2013	3199,92	11/04/2013	3487,72	28/01/2013	3342,10
13/06/2013	3244,04	10/04/2013	3462,73	25/01/2013	3339,77
12/06/2013	3237,06	09/04/2013	3474,78	24/01/2013	3316,25
11/06/2013	3342,63	08/04/2013	3379,39	23/01/2013	3300,86
10/06/2013	3413,77	05/04/2013	3312,80	22/01/2013	3306,20
07/06/2013	3449,68	04/04/2013	3297,13	21/01/2013	3250,39
06/06/2013	3450,80	03/04/2013	3305,97	18/01/2013	3197,35
05/06/2013	3423,19	27/03/2013	3380,78	17/01/2013	3168,54
04/06/2013	3442,47	26/03/2013	3417,32	16/01/2013	3134,00
03/06/2013	3485,97	25/03/2013	3404,90	15/01/2013	3082,40
31/05/2013	3489,43	22/03/2013	3430,17	14/01/2013	3095,40
30/05/2013	3514,60	21/03/2013	3489,99	11/01/2013	3107,66
29/05/2013	3474,06	20/03/2013	3485,13	10/01/2013	3114,20
28/05/2013	3421,56	19/03/2013	3419,26	09/01/2013	3071,83
27/05/2013	3530,91	18/03/2013	3446,55	08/01/2013	3018,00
24/05/2013	3509,72	15/03/2013	3488,76	07/01/2013	2993,23
23/05/2013	3557,55	14/03/2013	3491,85	04/01/2013	2996,28
22/05/2013	3547,74	13/03/2013	3461,19	03/01/2013	2975,24
21/05/2013	3637,76	12/03/2013	3386,49	02/01/2013	2952,87
20/05/2013	3674,86	11/03/2013	3359,79	28/12/2012	2854,29
17/05/2013	3694,74	08/03/2013	3324,89	27/12/2012	2839,14
16/05/2013	3706,71	07/03/2013	3328,19	26/12/2012	2827,96
15/05/2013	3720,91	06/03/2013	3233,53	21/12/2012	2786,40
14/05/2013	3510,11	05/03/2013	3193,15	20/12/2012	2860,08
13/05/2013	3570,46	04/03/2013	3140,30	19/12/2012	2843,96
10/05/2013	3712,51	01/03/2013	3099,71	18/12/2012	2871,32
09/05/2013	3863,19	28/02/2013	3048,55	17/12/2012	2759,19
08/05/2013	4038,23	27/02/2013	3158,92	14/12/2012	2696,98
07/05/2013	4066,48	26/02/2013	3119,61	13/12/2012	2610,03
06/05/2013	3948,40	25/02/2013	3124,64	12/12/2012	2610,90
03/05/2013	3888,10	22/02/2013	3140,38	11/12/2012	2558,76
02/05/2013	3843,16	21/02/2013	3124,37	10/12/2012	2520,28
30/04/2013	3845,94	19/02/2013	3268,77	07/12/2012	2480,03
29/04/2013	3814,72	18/02/2013	3264,00	06/12/2012	2450,03
26/04/2013	3734,24	15/02/2013	3295,42	05/12/2012	2470,04
25/04/2013	3685,62	14/02/2013	3303,79	04/12/2012	2458,95
24/04/2013	3603,42	13/02/2013	3307,80	03/12/2012	2419,68
23/04/2013	3569,25	08/02/2013	3279,96	30/11/2012	2419,30
22/04/2013	3530,40	07/02/2013	3302,97	29/11/2012	2408,17
19/04/2013	3444,49	06/02/2013	3290,01	28/11/2012	2327,50
18/04/2013	3413,86	05/02/2013	3357,90	27/11/2012	2328,88

17/04/2013	3425,03	04/02/2013	3428,69	23/11/2012	2339,92
22/11/2012	2242,40	17/09/2012	2479,24	13/07/2012	2381,38
21/11/2012	2319,70	14/09/2012	2543,86	12/07/2012	2350,96
20/11/2012	2295,59	13/09/2012	2508,71	11/07/2012	2361,96
19/11/2012	2295,33	12/09/2012	2436,23	10/07/2012	2317,34
16/11/2012	2283,09	11/09/2012	2406,52	06/07/2012	2383,69
15/11/2012	2322,27	10/09/2012	2371,61	05/07/2012	2381,00
14/11/2012	2320,69	07/09/2012	2381,96	04/07/2012	2426,56
13/11/2012	2354,05	06/09/2012	2405,14	03/07/2012	2413,80
12/11/2012	2394,51	05/09/2012	2382,25	02/07/2012	2369,22
09/11/2012	2390,05	04/09/2012	2379,30	29/06/2012	2346,68
08/11/2012	2401,84	03/09/2012	2402,56	28/06/2012	2268,11
07/11/2012	2370,19	31/08/2012	2408,38	27/06/2012	2279,52
05/11/2012	2394,85	30/08/2012	2424,03	26/06/2012	2276,42
02/11/2012	2395,13	29/08/2012	2445,44	25/06/2012	2287,84
01/11/2012	2350,33	28/08/2012	2447,26	22/06/2012	2341,49
31/10/2012	2323,39	27/08/2012	2460,72	21/06/2012	2311,43
30/10/2012	2320,57	24/08/2012	2458,81	19/06/2012	2351,53
29/10/2012	2332,80	23/08/2012	2442,52	18/06/2012	2269,79
26/10/2012	2380,33	22/08/2012	2435,70	15/06/2012	2273,02
25/10/2012	2376,49	21/08/2012	2441,23	14/06/2012	2190,82
24/10/2012	2377,79	17/08/2012	2459,95	13/06/2012	2151,14
23/10/2012	2368,96	16/08/2012	2483,42	12/06/2012	2178,26
22/10/2012	2457,16	15/08/2012	2440,35	11/06/2012	2179,53
19/10/2012	2428,05	14/08/2012	2420,26	08/06/2012	2198,48
18/10/2012	2455,93	13/08/2012	2430,37	07/06/2012	2227,58
17/10/2012	2471,54	10/08/2012	2410,85	06/06/2012	2221,52
16/10/2012	2427,33	09/08/2012	2381,22	05/06/2012	2199,97
15/10/2012	2405,08	08/08/2012	2458,81	04/06/2012	2210,41
12/10/2012	2400,13	07/08/2012	2451,69	01/06/2012	2215,18
11/10/2012	2417,62	06/08/2012	2420,26	31/05/2012	2256,74
10/10/2012	2387,81	03/08/2012	2396,78	30/05/2012	2264,92
09/10/2012	2435,14	02/08/2012	2375,64	29/05/2012	2314,24
05/10/2012	2485,76	01/08/2012	2399,58	28/05/2012	2354,31
04/10/2012	2469,42	31/07/2012	2400,31	24/05/2012	2340,26
03/10/2012	2455,81	30/07/2012	2420,41	23/05/2012	2288,60
02/10/2012	2464,74	27/07/2012	2435,96	22/05/2012	2239,24
01/10/2012	2458,46	26/07/2012	2433,29	21/05/2012	2193,71
28/09/2012	2451,73	25/07/2012	2398,82	18/05/2012	2134,85
27/09/2012	2494,18	24/07/2012	2387,77	17/05/2012	2121,52
26/09/2012	2461,01	23/07/2012	2436,79	16/05/2012	2160,44
25/09/2012	2533,42	20/07/2012	2459,41	15/05/2012	2214,05
21/09/2012	2531,75	19/07/2012	2502,54	14/05/2012	2234,38
20/09/2012	2500,79	18/07/2012	2496,67	11/05/2012	2304,61
19/09/2012	2493,85	17/07/2012	2403,60	10/05/2012	2307,04

18/09/2012	2491,82	16/07/2012	2385,09	09/05/2012	2335,01
08/05/2012	2384,26	28/02/2012	2682,09	19/12/2011	2400,33
07/05/2012	2248,37	24/02/2012	2762,61	16/12/2011	2433,40
04/05/2012	2215,34	23/02/2012	2818,09	15/12/2011	2401,43
03/05/2012	2195,22	22/02/2012	2838,62	14/12/2011	2408,43
02/05/2012	2241,71	17/02/2012	2798,83	13/12/2011	2474,80
27/04/2012	2271,86	16/02/2012	2767,66	12/12/2011	2485,41
26/04/2012	2270,81	15/02/2012	2725,47	07/12/2011	2558,11
25/04/2012	2277,08	14/02/2012	2725,17	06/12/2011	2615,58
24/04/2012	2311,18	13/02/2012	2757,51	05/12/2011	2640,09
23/04/2012	2309,85	10/02/2012	2721,89	02/12/2011	2629,63
20/04/2012	2338,48	09/02/2012	2749,00	01/12/2011	2609,14
19/04/2012	2352,83	08/02/2012	2720,15	30/11/2011	2562,85
18/04/2012	2357,67	07/02/2012	2769,56	29/11/2011	2452,04
17/04/2012	2378,52	06/02/2012	2806,64	25/11/2011	2426,00
16/04/2012	2459,56	03/02/2012	2810,57	24/11/2011	2426,09
13/04/2012	2502,08	02/02/2012	2817,65	23/11/2011	2410,76
12/04/2012	2562,68	01/02/2012	2837,06	22/11/2011	2483,13
11/04/2012	2503,90	31/01/2012	2787,17	21/11/2011	2454,00
10/04/2012	2497,05	30/01/2012	2770,83	18/11/2011	2528,04
09/04/2012	2522,18	27/01/2012	2831,58	17/11/2011	2519,01
04/04/2012	2557,46	26/01/2012	2908,70	16/11/2011	2625,93
03/04/2012	2605,50	25/01/2012	2914,93	15/11/2011	2679,19
30/03/2012	2683,99	24/01/2012	2898,35	14/11/2011	2676,91
29/03/2012	2658,74	23/01/2012	2885,62	11/11/2011	2751,67
28/03/2012	2684,18	20/01/2012	2867,59	10/11/2011	2693,62
27/03/2012	2691,98	19/01/2012	2882,14	09/11/2011	2676,44
26/03/2012	2691,76	18/01/2012	2862,24	08/11/2011	2792,83
23/03/2012	2711,87	17/01/2012	2784,90	07/11/2011	2747,55
22/03/2012	2673,78	16/01/2012	2754,57	04/11/2011	2761,36
21/03/2012	2718,83	13/01/2012	2753,52	03/11/2011	2782,87
20/03/2012	2692,93	12/01/2012	2819,99	02/11/2011	2689,31
19/03/2012	2757,20	11/01/2012	2825,73	01/11/2011	2762,03
16/03/2012	2765,22	10/01/2012	2833,23	31/10/2011	2905,54
15/03/2012	2744,09	09/01/2012	2780,51	28/10/2011	3015,22
14/03/2012	2709,60	06/01/2012	2769,75	27/10/2011	3005,52
13/03/2012	2711,94	05/01/2012	2715,19	26/10/2011	2880,78
12/03/2012	2642,21	04/01/2012	2715,46	25/10/2011	2850,53
09/03/2012	2665,20	03/01/2012	2568,20	24/10/2011	2861,82
08/03/2012	2683,96	29/12/2011	2462,63	21/10/2011	2797,53
07/03/2012	2687,97	28/12/2011	2425,98	20/10/2011	2737,72
06/03/2012	2651,60	27/12/2011	2457,37	19/10/2011	2735,15
05/03/2012	2690,58	23/12/2011	2466,70	18/10/2011	2732,57
02/03/2012	2757,30	22/12/2011	2456,34	17/10/2011	2677,10
01/03/2012	2748,75	21/12/2011	2440,87	14/10/2011	2717,05

29/02/2012	2648,22	20/12/2011	2442,27	13/10/2011	2596,64
12/10/2011	2539,08	08/08/2011	2738,41	03/06/2011	3164,97
11/10/2011	2429,56	05/08/2011	3067,61	02/06/2011	3150,34
07/10/2011	2325,95	04/08/2011	3109,86	01/06/2011	3176,36
06/10/2011	2360,82	03/08/2011	3308,75	31/05/2011	3250,91
05/10/2011	2309,43	02/08/2011	3316,48	30/05/2011	3244,79
04/10/2011	2286,73	01/08/2011	3336,21	27/05/2011	3265,82
03/10/2011	2285,24	29/07/2011	3321,85	26/05/2011	3268,55
30/09/2011	2463,63	28/07/2011	3270,97	24/05/2011	3282,41
29/09/2011	2518,07	27/07/2011	3270,62	23/05/2011	3323,07
28/09/2011	2514,56	26/07/2011	3368,64	20/05/2011	3383,79
27/09/2011	2555,94	25/07/2011	3330,88	19/05/2011	3385,77
26/09/2011	2504,95	22/07/2011	3356,35	18/05/2011	3388,75
23/09/2011	2482,63	21/07/2011	3366,91	17/05/2011	3365,25
22/09/2011	2480,76	20/07/2011	3335,56	16/05/2011	3372,21
21/09/2011	2630,91	19/07/2011	3324,99	13/05/2011	3378,18
20/09/2011	2717,15	18/07/2011	3294,60	12/05/2011	3389,73
19/09/2011	2716,78	15/07/2011	3326,57	11/05/2011	3384,57
16/09/2011	2750,33	14/07/2011	3302,44	10/05/2011	3422,12
15/09/2011	2771,28	13/07/2011	3356,44	09/05/2011	3359,07
14/09/2011	2750,11	12/07/2011	3348,63	06/05/2011	3315,84
13/09/2011	2705,89	11/07/2011	3396,20	05/05/2011	3305,69
12/09/2011	2688,06	08/07/2011	3470,74	04/05/2011	3352,22
09/09/2011	2753,22	07/07/2011	3487,21	03/05/2011	3375,34
08/09/2011	2838,86	06/07/2011	3461,75	02/05/2011	3395,64
07/09/2011	2876,69	05/07/2011	3430,18	29/04/2011	3406,02
06/09/2011	2816,83	04/07/2011	3418,11	28/04/2011	3375,96
05/09/2011	2783,34	01/07/2011	3396,00	27/04/2011	3377,29
02/09/2011	2872,11	30/06/2011	3360,64	26/04/2011	3374,20
01/09/2011	2927,09	29/06/2011	3353,82	25/04/2011	3401,15
31/08/2011	2964,79	28/06/2011	3326,94	20/04/2011	3413,94
30/08/2011	2960,00	27/06/2011	3314,71	19/04/2011	3332,27
29/08/2011	2943,25	24/06/2011	3287,62	18/04/2011	3300,98
26/08/2011	2883,89	23/06/2011	3313,88	15/04/2011	3381,25
25/08/2011	2865,76	22/06/2011	3333,58	14/04/2011	3381,57
24/08/2011	2908,48	21/06/2011	3330,02	13/04/2011	3407,24
23/08/2011	2895,63	17/06/2011	3269,28	12/04/2011	3401,55
19/08/2011	2825,38	16/06/2011	3235,00	11/04/2011	3448,12
18/08/2011	2870,49	15/06/2011	3244,09	08/04/2011	3480,39
17/08/2011	2993,83	14/06/2011	3265,62	07/04/2011	3456,52
16/08/2011	2983,62	13/06/2011	3202,28	06/04/2011	3503,99
15/08/2011	2989,67	10/06/2011	3227,77	05/04/2011	3511,05
12/08/2011	2966,99	09/06/2011	3232,86	04/04/2011	3513,34
11/08/2011	2949,01	08/06/2011	3123,29	01/04/2011	3471,95
10/08/2011	2809,75	07/06/2011	3125,01	31/03/2011	3388,03

09/08/2011	2864,02	06/06/2011	3122,08	30/03/2011	3376,44
29/03/2011	3324,19	19/01/2011	3636,90	11/11/2010	3340,65
28/03/2011	3313,18	18/01/2011	3613,81	10/11/2010	3310,97
23/03/2011	3348,83	17/01/2011	3563,35	09/11/2010	3305,76
22/03/2011	3321,54	14/01/2011	3539,06	08/11/2010	3324,27
21/03/2011	3332,95	13/01/2011	3543,47	05/11/2010	3352,33
18/03/2011	3277,87	12/01/2011	3601,45	04/11/2010	3339,97
17/03/2011	3260,82	11/01/2011	3545,71	03/11/2010	3205,79
16/03/2011	3197,53	10/01/2011	3540,59	02/11/2010	3110,30
15/03/2011	3263,27	07/01/2011	3546,26	01/11/2010	3076,90
14/03/2011	3357,99	06/01/2011	3603,44	29/10/2010	3007,41
11/03/2011	3403,51	05/01/2011	3604,80	28/10/2010	2954,86
10/03/2011	3405,92	04/01/2011	3613,73	26/10/2010	2920,44
09/03/2011	3457,52	03/01/2011	3628,48	25/10/2010	2917,84
04/03/2011	3467,72	30/12/2010	3523,59	22/10/2010	2851,91
03/03/2011	3474,97	29/12/2010	3522,60	21/10/2010	2820,28
02/03/2011	3426,28	28/12/2010	3494,90	20/10/2010	2809,40
01/03/2011	3426,86	27/12/2010	3477,51	19/10/2010	2727,92
28/02/2011	3455,65	23/12/2010	3476,42	18/10/2010	2750,37
25/02/2011	3435,44	22/12/2010	3476,26	15/10/2010	2735,47
24/02/2011	3382,71	21/12/2010	3442,95	14/10/2010	2730,55
23/02/2011	3429,08	20/12/2010	3465,31	13/10/2010	2729,54
22/02/2011	3476,80	17/12/2010	3403,08	12/10/2010	2719,71
21/02/2011	3515,45	16/12/2010	3336,72	08/10/2010	2699,49
18/02/2011	3537,06	15/12/2010	3289,50	07/10/2010	2641,40
17/02/2011	3538,38	14/12/2010	3383,14	06/10/2010	2661,82
16/02/2011	3545,39	13/12/2010	3418,87	05/10/2010	2666,32
15/02/2011	3490,21	10/12/2010	3390,87	04/10/2010	2624,62
14/02/2011	3508,93	09/12/2010	3368,73	01/10/2010	2652,29
11/02/2011	3460,04	07/12/2010	3428,04	30/09/2010	2643,42
10/02/2011	3414,06	06/12/2010	3456,47	29/09/2010	2641,41
09/02/2011	3505,68	03/12/2010	3422,43	28/09/2010	2651,19
08/02/2011	3567,40	02/12/2010	3434,40	27/09/2010	2600,63
07/02/2011	3559,72	01/12/2010	3367,15	24/09/2010	2577,74
04/02/2011	3631,22	30/11/2010	3261,49	23/09/2010	2522,76
03/02/2011	3639,33	29/11/2010	3270,10	22/09/2010	2531,64
02/02/2011	3640,98	26/11/2010	3302,88	21/09/2010	2531,68
01/02/2011	3635,26	25/11/2010	3321,15	20/09/2010	2533,29
31/01/2011	3593,13	24/11/2010	3283,42	17/09/2010	2473,43
28/01/2011	3583,11	23/11/2010	3201,07	16/09/2010	2447,07
27/01/2011	3616,79	19/11/2010	3260,80	15/09/2010	2439,28
26/01/2011	3642,20	18/11/2010	3251,65	14/09/2010	2442,83
25/01/2011	3604,77	17/11/2010	3164,40	13/09/2010	2457,92
24/01/2011	3631,80	16/11/2010	3122,70	10/09/2010	2436,77
21/01/2011	3648,26	15/11/2010	3270,78	09/09/2010	2431,09

20/01/2011	3664,82	12/11/2010	3215,48	08/09/2010	2419,92
07/09/2010	2418,75	02/07/2010	2217,08	27/04/2010	2374,52
06/09/2010	2437,93	01/07/2010	2209,42	26/04/2010	2436,93
03/09/2010	2423,22	30/06/2010	2185,01	23/04/2010	2447,03
02/09/2010	2415,92	29/06/2010	2193,10	22/04/2010	2430,47
01/09/2010	2394,76	28/06/2010	2292,21	21/04/2010	2423,31
31/08/2010	2336,89	25/06/2010	2318,14	20/04/2010	2426,84
30/08/2010	2307,20	24/06/2010	2300,69	19/04/2010	2420,18
27/08/2010	2349,07	23/06/2010	2326,95	16/04/2010	2398,94
26/08/2010	2321,44	22/06/2010	2328,45	15/04/2010	2438,23
25/08/2010	2331,13	18/06/2010	2320,36	14/04/2010	2458,52
24/08/2010	2293,29	17/06/2010	2314,54	13/04/2010	2465,79
23/08/2010	2368,63	16/06/2010	2323,12	12/04/2010	2486,01
20/08/2010	2438,97	15/06/2010	2326,09	09/04/2010	2487,76
19/08/2010	2429,28	14/06/2010	2282,51	08/04/2010	2470,81
18/08/2010	2465,79	11/06/2010	2281,23	07/04/2010	2453,74
17/08/2010	2435,65	10/06/2010	2261,78	06/04/2010	2486,72
13/08/2010	2367,98	09/06/2010	2217,54	05/04/2010	2449,53
12/08/2010	2366,49	08/06/2010	2203,52	31/03/2010	2373,71
11/08/2010	2349,33	07/06/2010	2168,99	30/03/2010	2404,77
10/08/2010	2402,44	04/06/2010	2176,98	29/03/2010	2417,72
09/08/2010	2427,68	03/06/2010	2239,09	26/03/2010	2402,45
06/08/2010	2425,33	02/06/2010	2212,39	25/03/2010	2409,94
05/08/2010	2432,85	01/06/2010	2175,19	23/03/2010	2439,33
04/08/2010	2455,72	31/05/2010	2203,60	22/03/2010	2413,67
03/08/2010	2440,97	28/05/2010	2168,57	19/03/2010	2381,10
02/08/2010	2454,79	27/05/2010	2176,20	18/03/2010	2372,87
30/07/2010	2394,16	26/05/2010	2061,07	17/03/2010	2382,38
29/07/2010	2405,47	21/05/2010	2123,62	16/03/2010	2379,05
28/07/2010	2374,22	20/05/2010	2089,58	15/03/2010	2333,39
27/07/2010	2387,33	19/05/2010	2178,40	12/03/2010	2359,97
26/07/2010	2388,34	18/05/2010	2183,23	11/03/2010	2332,17
23/07/2010	2375,20	17/05/2010	2185,92	10/03/2010	2332,22
22/07/2010	2359,73	14/05/2010	2206,94	09/03/2010	2319,14
21/07/2010	2327,35	13/05/2010	2280,50	08/03/2010	2308,41
20/07/2010	2336,42	12/05/2010	2300,50	05/03/2010	2298,74
19/07/2010	2302,98	11/05/2010	2289,63	04/03/2010	2284,26
16/07/2010	2283,07	10/05/2010	2314,94	03/03/2010	2291,32
15/07/2010	2306,95	07/05/2010	2160,20	02/03/2010	2285,72
14/07/2010	2309,87	06/05/2010	2161,73	01/03/2010	2265,14
13/07/2010	2305,14	05/05/2010	2285,49	26/02/2010	2221,38
12/07/2010	2288,59	04/05/2010	2324,45	25/02/2010	2211,70
08/07/2010	2289,50	03/05/2010	2413,03	24/02/2010	2292,22
07/07/2010	2265,00	30/04/2010	2396,27	23/02/2010	2296,63
06/07/2010	2210,91	29/04/2010	2395,24	22/02/2010	2346,73

05/07/2010	2205,05	28/04/2010	2378,05	19/02/2010	2334,99
18/02/2010	2334,44	11/12/2009	2177,63	06/10/2009	2101,34
17/02/2010	2320,67	10/12/2009	2179,60	05/10/2009	2053,05
16/02/2010	2301,09	09/12/2009	2162,63	02/10/2009	2024,80
15/02/2010	2276,83	07/12/2009	2173,00	01/10/2009	2022,79
12/02/2010	2273,41	04/12/2009	2174,47	30/09/2009	2075,14
11/02/2010	2280,96	03/12/2009	2213,06	29/09/2009	2065,67
10/02/2010	2239,37	02/12/2009	2220,61	28/09/2009	2071,36
09/02/2010	2233,74	01/12/2009	2210,12	25/09/2009	2015,83
08/02/2010	2187,83	30/11/2009	2147,25	24/09/2009	2005,79
05/02/2010	2165,15	27/11/2009	2188,58	23/09/2009	2023,36
04/02/2010	2236,96	26/11/2009	2156,99	22/09/2009	2057,83
03/02/2010	2325,79	25/11/2009	2253,45	21/09/2009	1986,34
02/02/2010	2342,82	24/11/2009	2247,87	18/09/2009	2007,60
01/02/2010	2313,81	23/11/2009	2251,38	17/09/2009	2017,57
29/01/2010	2298,55	20/11/2009	2231,50	16/09/2009	1977,41
28/01/2010	2293,81	19/11/2009	2240,03	15/09/2009	1930,63
27/01/2010	2306,21	18/11/2009	2265,56	14/09/2009	1920,06
26/01/2010	2309,25	17/11/2009	2279,16	11/09/2009	1900,18
25/01/2010	2321,20	16/11/2009	2294,64	10/09/2009	1908,46
22/01/2010	2331,60	13/11/2009	2233,43	09/09/2009	1874,33
21/01/2010	2340,20	12/11/2009	2219,28	08/09/2009	1853,02
20/01/2010	2351,54	11/11/2009	2250,89	07/09/2009	1809,20
19/01/2010	2388,31	10/11/2009	2279,69	04/09/2009	1779,25
18/01/2010	2371,86	09/11/2009	2286,84	03/09/2009	1754,71
15/01/2010	2371,11	05/11/2009	2222,81	02/09/2009	1753,66
14/01/2010	2381,04	04/11/2009	2242,54	01/09/2009	1743,64
13/01/2010	2338,07	03/11/2009	2204,68	31/08/2009	1781,89
12/01/2010	2270,49	02/11/2009	2145,47	28/08/2009	1797,02
11/01/2010	2317,74	30/10/2009	2115,76	27/08/2009	1778,34
08/01/2010	2352,76	29/10/2009	2206,49	26/08/2009	1778,26
07/01/2010	2389,45	28/10/2009	2119,76	25/08/2009	1779,80
06/01/2010	2362,46	27/10/2009	2255,26	24/08/2009	1780,93
05/01/2010	2401,75	26/10/2009	2279,47	21/08/2009	1797,33
04/01/2010	2384,49	23/10/2009	2295,88	20/08/2009	1766,89
30/12/2009	2320,73	22/10/2009	2309,48	19/08/2009	1728,21
29/12/2009	2318,39	21/10/2009	2257,28	18/08/2009	1727,76
28/12/2009	2282,58	20/10/2009	2246,04	14/08/2009	1761,61
23/12/2009	2249,35	19/10/2009	2253,84	13/08/2009	1795,58
22/12/2009	2241,09	16/10/2009	2207,28	12/08/2009	1773,29
21/12/2009	2216,40	15/10/2009	2224,98	11/08/2009	1759,54
18/12/2009	2215,45	14/10/2009	2224,27	10/08/2009	1793,31
17/12/2009	2225,48	13/10/2009	2193,92	07/08/2009	1799,53
16/12/2009	2229,65	09/10/2009	2169,04	06/08/2009	1776,93
15/12/2009	2214,91	08/10/2009	2149,09	05/08/2009	1806,51

14/12/2009	2216,54	07/10/2009	2097,65	04/08/2009	1785,50
03/08/2009	1781,80	27/05/2009	1567,36	17/03/2009	1051,79
31/07/2009	1719,87	26/05/2009	1582,30	16/03/2009	1033,79
30/07/2009	1696,19	22/05/2009	1562,40	13/03/2009	1043,33
29/07/2009	1655,68	21/05/2009	1560,85	12/03/2009	1025,39
28/07/2009	1665,21	20/05/2009	1550,15	11/03/2009	1004,33
27/07/2009	1685,95	19/05/2009	1533,39	10/03/2009	1004,18
24/07/2009	1675,10	18/05/2009	1528,58	09/03/2009	952,64
23/07/2009	1679,42	15/05/2009	1438,64	06/03/2009	965,02
22/07/2009	1642,51	14/05/2009	1448,18	05/03/2009	954,81
21/07/2009	1652,70	13/05/2009	1461,22	04/03/2009	986,27
20/07/2009	1649,22	12/05/2009	1525,22	03/03/2009	930,12
17/07/2009	1622,67	11/05/2009	1512,11	02/03/2009	943,75
16/07/2009	1626,34	08/05/2009	1500,06	27/02/2009	1019,29
15/07/2009	1603,81	07/05/2009	1423,92	26/02/2009	1017,87
14/07/2009	1535,38	06/05/2009	1409,91	25/02/2009	1019,11
13/07/2009	1548,43	05/05/2009	1363,19	24/02/2009	1041,16
08/07/2009	1477,84	04/05/2009	1352,88	23/02/2009	1009,51
07/07/2009	1520,47	30/04/2009	1275,25	20/02/2009	1048,63
06/07/2009	1553,67	29/04/2009	1270,61	19/02/2009	1065,67
03/07/2009	1579,12	28/04/2009	1243,76	18/02/2009	1054,90
02/07/2009	1561,94	27/04/2009	1244,52	17/02/2009	1072,94
01/07/2009	1610,11	24/04/2009	1259,23	16/02/2009	1123,82
30/06/2009	1587,97	23/04/2009	1228,29	13/02/2009	1134,89
29/06/2009	1589,30	22/04/2009	1226,97	12/02/2009	1084,76
26/06/2009	1579,99	21/04/2009	1220,34	11/02/2009	1107,98
25/06/2009	1580,96	20/04/2009	1193,03	10/02/2009	1105,11
24/06/2009	1545,81	17/04/2009	1258,47	09/02/2009	1135,96
23/06/2009	1506,90	16/04/2009	1254,73	06/02/2009	1143,82
22/06/2009	1495,98	15/04/2009	1214,92	05/02/2009	1110,72
19/06/2009	1559,46	14/04/2009	1206,43	04/02/2009	1079,04
18/06/2009	1529,90	13/04/2009	1224,60	03/02/2009	1072,34
17/06/2009	1534,64	08/04/2009	1163,10	02/02/2009	1057,82
16/06/2009	1586,23	07/04/2009	1149,74	30/01/2009	1077,09
12/06/2009	1654,56	06/04/2009	1185,06	29/01/2009	1088,53
11/06/2009	1669,54	03/04/2009	1196,97	28/01/2009	1105,45
10/06/2009	1654,99	01/04/2009	1134,61	27/01/2009	1079,38
09/06/2009	1641,70	31/03/2009	1125,95	26/01/2009	1067,60
08/06/2009	1625,26	30/03/2009	1123,28	23/01/2009	1066,51
05/06/2009	1638,10	27/03/2009	1165,27	22/01/2009	1057,82
04/06/2009	1654,56	26/03/2009	1171,43	21/01/2009	1062,68
03/06/2009	1600,93	25/03/2009	1132,32	20/01/2009	1044,64
02/06/2009	1668,76	23/03/2009	1124,56	19/01/2009	1108,45
01/06/2009	1656,11	20/03/2009	1069,53	16/01/2009	1097,96
29/05/2009	1587,21	19/03/2009	1078,77	15/01/2009	1100,26

28/05/2009	1560,41	18/03/2009	1065,56	14/01/2009	1087,61
13/01/2009	1131,96	03/11/2008	1057,62	29/08/2008	1777,14
12/01/2009	1128,17	31/10/2008	1010,79	28/08/2008	1777,05
09/01/2009	1179,55	30/10/2008	973,56	27/08/2008	1779,74
08/01/2009	1192,44	29/10/2008	918,45	26/08/2008	1760,17
07/01/2009	1167,06	28/10/2008	895,06	25/08/2008	1744,74
06/01/2009	1214,28	27/10/2008	838,59	22/08/2008	1760,98
05/01/2009	1151,80	24/10/2008	890,27	21/08/2008	1746,12
02/01/2009	1143,33	23/10/2008	963,70	20/08/2008	1740,26
30/12/2008	1079,66	22/10/2008	940,82	19/08/2008	1727,78
29/12/2008	1076,41	21/10/2008	1046,68	15/08/2008	1733,79
26/12/2008	1058,57	20/10/2008	1175,92	14/08/2008	1737,94
23/12/2008	1038,31	17/10/2008	1216,02	13/08/2008	1742,93
22/12/2008	1045,56	16/10/2008	1185,92	12/08/2008	1696,60
19/12/2008	1095,93	15/10/2008	1185,73	11/08/2008	1708,95
18/12/2008	1116,43	14/10/2008	1349,69	08/08/2008	1776,66
17/12/2008	1147,97	10/10/2008	1215,99	07/08/2008	1815,98
16/12/2008	1143,33	09/10/2008	1287,33	06/08/2008	1871,66
15/12/2008	1115,04	08/10/2008	1354,97	05/08/2008	1809,15
12/12/2008	1098,20	07/10/2008	1384,60	04/08/2008	1812,75
11/12/2008	1089,65	06/10/2008	1423,35	01/08/2008	1884,06
10/12/2008	1060,87	03/10/2008	1512,71	31/07/2008	1919,82
09/12/2008	1026,63	02/10/2008	1520,92	30/07/2008	1949,84
05/12/2008	1005,34	01/10/2008	1605,68	29/07/2008	1926,68
04/12/2008	997,74	30/09/2008	1598,17	28/07/2008	1922,73
03/12/2008	970,19	29/09/2008	1545,45	25/07/2008	1910,23
02/12/2008	951,79	26/09/2008	1692,40	24/07/2008	1901,88
01/12/2008	925,18	25/09/2008	1707,98	23/07/2008	1940,74
28/11/2008	993,99	24/09/2008	1655,87	22/07/2008	1956,77
27/11/2008	972,03	23/09/2008	1656,60	21/07/2008	1981,76
26/11/2008	954,81	22/09/2008	1690,45	18/07/2008	1907,11
25/11/2008	906,39	19/09/2008	1662,52	17/07/2008	1893,43
24/11/2008	901,63	18/09/2008	1508,07	16/07/2008	1877,43
21/11/2008	828,99	17/09/2008	1491,98	15/07/2008	1878,83
20/11/2008	864,40	16/09/2008	1571,78	14/07/2008	1922,01
19/11/2008	925,51	15/09/2008	1562,14	11/07/2008	1906,52
18/11/2008	942,00	12/09/2008	1647,65	10/07/2008	1940,15
17/11/2008	989,06	11/09/2008	1613,24	08/07/2008	1947,78
14/11/2008	1022,81	10/09/2008	1604,84	07/07/2008	1955,33
13/11/2008	1015,90	09/09/2008	1595,07	04/07/2008	2006,44
12/11/2008	1008,26	08/09/2008	1668,21	03/07/2008	1998,37
11/11/2008	1066,90	05/09/2008	1678,74	02/07/2008	2033,03
10/11/2008	1085,87	04/09/2008	1694,60	01/07/2008	2095,12
07/11/2008	1096,60	03/09/2008	1758,13	30/06/2008	2107,87
05/11/2008	1135,79	02/09/2008	1757,94	27/06/2008	2093,01

04/11/2008	1123,11	01/09/2008	1778,81	26/06/2008	2072,48
25/06/2008	2091,92	21/04/2008	2201,62	12/02/2008	2034,13
24/06/2008	2067,59	18/04/2008	2186,47	11/02/2008	2001,26
23/06/2008	2091,55	17/04/2008	2161,76	08/02/2008	1992,62
20/06/2008	2066,28	16/04/2008	2161,54	07/02/2008	2011,07
19/06/2008	2063,19	15/04/2008	2121,31	06/02/2008	2039,51
18/06/2008	2048,11	14/04/2008	2120,71	05/02/2008	2054,79
17/06/2008	2036,00	11/04/2008	2115,12	04/02/2008	2084,55
13/06/2008	2066,44	10/04/2008	2135,46	01/02/2008	2045,14
12/06/2008	2056,69	09/04/2008	2149,90	31/01/2008	2007,27
11/06/2008	2072,08	08/04/2008	2158,73	30/01/2008	2036,18
10/06/2008	2109,73	07/04/2008	2146,28	29/01/2008	2003,86
09/06/2008	2162,12	04/04/2008	2152,03	28/01/2008	2003,83
06/06/2008	2179,72	03/04/2008	2152,62	25/01/2008	1982,73
05/06/2008	2189,60	01/04/2008	2136,08	24/01/2008	1966,46
04/06/2008	2141,25	31/03/2008	2103,72	23/01/2008	1891,25
03/06/2008	2181,76	28/03/2008	2089,71	22/01/2008	1943,56
02/06/2008	2197,82	27/03/2008	2083,66	21/01/2008	1876,87
30/05/2008	2205,72	26/03/2008	2079,79	18/01/2008	2002,46
29/05/2008	2223,89	25/03/2008	2068,22	17/01/2008	2011,21
28/05/2008	2233,41	19/03/2008	2014,06	16/01/2008	2065,77
27/05/2008	2214,77	18/03/2008	2081,67	15/01/2008	2069,31
26/05/2008	2239,38	17/03/2008	2056,96	14/01/2008	2132,38
23/05/2008	2235,33	14/03/2008	2117,10	11/01/2008	2082,93
22/05/2008	2248,63	13/03/2008	2149,91	10/01/2008	2084,55
21/05/2008	2221,13	12/03/2008	2134,14	09/01/2008	2089,58
20/05/2008	2218,29	11/03/2008	2144,48	08/01/2008	2140,95
19/05/2008	2194,11	10/03/2008	2100,60	07/01/2008	2103,72
16/05/2008	2137,01	07/03/2008	2129,84	04/01/2008	2128,94
15/05/2008	2122,12	06/03/2008	2179,07	03/01/2008	2150,57
14/05/2008	2088,78	05/03/2008	2182,11	02/01/2008	2151,74
13/05/2008	2106,69	04/03/2008	2134,56	28/12/2007	2151,73
12/05/2008	2125,36	03/03/2008	2136,79	27/12/2007	2168,23
09/05/2008	2114,44	29/02/2008	2162,20	26/12/2007	2179,90
08/05/2008	2101,85	28/02/2008	2199,12	21/12/2007	2145,25
07/05/2008	2093,99	27/02/2008	2166,21	20/12/2007	2140,31
06/05/2008	2127,09	26/02/2008	2151,38	19/12/2007	2130,12
05/05/2008	2105,57	25/02/2008	2120,74	18/12/2007	2125,67
02/05/2008	2107,63	22/02/2008	2088,36	17/12/2007	2127,21
30/04/2008	2095,53	21/02/2008	2083,46	14/12/2007	2184,49
29/04/2008	2070,00	20/02/2008	2074,70	13/12/2007	2196,48
28/04/2008	2110,19	19/02/2008	2062,82	12/12/2007	2226,12
25/04/2008	2101,40	18/02/2008	2060,50	11/12/2007	2230,43
24/04/2008	2129,47	15/02/2008	2039,09	10/12/2007	2244,97
23/04/2008	2140,42	14/02/2008	2041,81		

22/04/2008	2147,00	13/02/2008	2043,43		
------------	---------	------------	---------	--	--

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cotizaciones de Índices de
Puente Hermanos. Link de Internet:
www.puente.net/puente/researchAction!exportar.action disponible el 01/11/2014.

6.3. ANEXO

INDICE BURCAP

CUADRO XXI. Valor índice Burcap (10/ 12/2007-30/06/2014)

Fecha	Precio				
		07/05/2014	21251,57	06/03/2014	18102,19
30/06/2014	23984,25	06/05/2014	21008,86	05/03/2014	17738,31
27/06/2014	24149,51	05/05/2014	21218,49	28/02/2014	17786,48
26/06/2014	23988,35	30/04/2014	20839,02	27/02/2014	17949,91
25/06/2014	24135,81	29/04/2014	20949,57	26/02/2014	18065,08
24/06/2014	23846,33	28/04/2014	20863,47	25/02/2014	18044,62
23/06/2014	23860,51	25/04/2014	19977,41	24/02/2014	18441,49
19/06/2014	21999,26	24/04/2014	20309,11	21/02/2014	18364,20
18/06/2014	23018,00	23/04/2014	20403,82	20/02/2014	18653,06
17/06/2014	22479,67	22/04/2014	20059,62	19/02/2014	18596,43
16/06/2014	21918,50	21/04/2014	19691,24	18/02/2014	18949,22
13/06/2014	23944,19	16/04/2014	19676,13	17/02/2014	19035,31
12/06/2014	24050,95	15/04/2014	19389,48	14/02/2014	19092,62
11/06/2014	23990,15	14/04/2014	19646,31	13/02/2014	18765,32
10/06/2014	24451,48	11/04/2014	19850,78	12/02/2014	18522,49
09/06/2014	24908,08	10/04/2014	19864,24	11/02/2014	17829,02
06/06/2014	24018,58	09/04/2014	19522,15	10/02/2014	17171,23
05/06/2014	23795,26	08/04/2014	19518,95	07/02/2014	17622,01
04/06/2014	23256,27	07/04/2014	19425,28	06/02/2014	18609,87
03/06/2014	23347,10	04/04/2014	19302,78	05/02/2014	18777,09
02/06/2014	23077,21	03/04/2014	19613,15	04/02/2014	19555,38
30/05/2014	23355,65	01/04/2014	19607,97	03/02/2014	19455,14
29/05/2014	23646,25	31/03/2014	19432,78	31/01/2014	19468,52
28/05/2014	23107,88	28/03/2014	18862,88	30/01/2014	18803,77
27/05/2014	23027,02	27/03/2014	18667,53	29/01/2014	18104,65
26/05/2014	22885,72	26/03/2014	18720,42	28/01/2014	18005,10
23/05/2014	22806,62	25/03/2014	19000,02	27/01/2014	17643,11
22/05/2014	22343,56	21/03/2014	18650,81	24/01/2014	17769,92
21/05/2014	22062,93	20/03/2014	18357,72	23/01/2014	18443,61
20/05/2014	21962,90	19/03/2014	18068,25	22/01/2014	18406,20
19/05/2014	21776,22	18/03/2014	18028,23	21/01/2014	18099,25
16/05/2014	20882,07	17/03/2014	17644,88	20/01/2014	18095,07
15/05/2014	20516,57	14/03/2014	17545,56	17/01/2014	18094,00
14/05/2014	20788,13	13/03/2014	17365,45	16/01/2014	17908,56
13/05/2014	20684,03	12/03/2014	17541,47	15/01/2014	17421,45
12/05/2014	20640,90	11/03/2014	17737,20	14/01/2014	16898,25
09/05/2014	20761,13	10/03/2014	17861,17	13/01/2014	16772,29
08/05/2014	20659,35	07/03/2014	18128,95	10/01/2014	16366,35

09/01/2014	16143,51	30/10/2013	17833,86	27/08/2013	14213,44
08/01/2014	16116,58	29/10/2013	17782,08	26/08/2013	14455,71
07/01/2014	15996,66	28/10/2013	18346,04	23/08/2013	14558,40
06/01/2014	15579,33	25/10/2013	18506,04	22/08/2013	14710,54
03/01/2014	16040,04	24/10/2013	18984,83	21/08/2013	14443,70
02/01/2014	16185,82	23/10/2013	18208,04	20/08/2013	14331,87
30/12/2013	16513,17	22/10/2013	19022,20	16/08/2013	14236,13
27/12/2013	16597,55	21/10/2013	19095,86	15/08/2013	14373,74
26/12/2013	16176,30	18/10/2013	18450,84	14/08/2013	14521,45
23/12/2013	16315,60	17/10/2013	18179,12	13/08/2013	14085,45
20/12/2013	16041,74	16/10/2013	17675,00	12/08/2013	13621,09
19/12/2013	16469,08	15/10/2013	17682,16	09/08/2013	13442,32
18/12/2013	16563,98	11/10/2013	17473,23	08/08/2013	13277,71
17/12/2013	16656,41	10/10/2013	17321,02	07/08/2013	13169,60
16/12/2013	16620,63	09/10/2013	16524,70	06/08/2013	12752,85
13/12/2013	16452,83	08/10/2013	16540,52	05/08/2013	12582,03
12/12/2013	16326,78	07/10/2013	16583,14	02/08/2013	12634,74
11/12/2013	16161,26	04/10/2013	16319,45	01/08/2013	12470,55
10/12/2013	16469,93	03/10/2013	16532,37	31/07/2013	12233,60
09/12/2013	16768,38	02/10/2013	16601,29	30/07/2013	12294,17
06/12/2013	16798,48	01/10/2013	16696,33	29/07/2013	12421,15
05/12/2013	16882,85	30/09/2013	16304,90	26/07/2013	12535,25
04/12/2013	16794,50	27/09/2013	16183,22	25/07/2013	12499,95
03/12/2013	16842,36	26/09/2013	16483,99	24/07/2013	12573,84
02/12/2013	17547,84	25/09/2013	16367,83	23/07/2013	12614,19
29/11/2013	18295,96	24/09/2013	16588,08	22/07/2013	12589,73
28/11/2013	18012,55	23/09/2013	16783,74	19/07/2013	12364,27
27/11/2013	17694,18	20/09/2013	16644,46	18/07/2013	12277,24
26/11/2013	18070,42	19/09/2013	16799,67	17/07/2013	12566,96
22/11/2013	18362,45	18/09/2013	16803,56	16/07/2013	12297,10
21/11/2013	17905,21	17/09/2013	16549,96	15/07/2013	12188,21
20/11/2013	17905,02	16/09/2013	16681,31	12/07/2013	11677,14
19/11/2013	17419,02	13/09/2013	16196,96	11/07/2013	11671,33
18/11/2013	18471,71	12/09/2013	15728,27	10/07/2013	11224,32
15/11/2013	18483,36	11/09/2013	16365,51	08/07/2013	11268,31
14/11/2013	18170,73	10/09/2013	16305,18	05/07/2013	11028,03
13/11/2013	17545,53	09/09/2013	15788,08	04/07/2013	11116,10
12/11/2013	17647,26	06/09/2013	15185,09	03/07/2013	10872,06
11/11/2013	18179,87	05/09/2013	15295,01	02/07/2013	10806,28
08/11/2013	17980,72	04/09/2013	15044,09	01/07/2013	10903,22
07/11/2013	18044,25	03/09/2013	14917,20	28/06/2013	10797,31
05/11/2013	18896,08	02/09/2013	14716,95	27/06/2013	10736,74
04/11/2013	18041,64	30/08/2013	14503,68	26/06/2013	10768,74
01/11/2013	17634,50	29/08/2013	14436,81	25/06/2013	10912,20
31/10/2013	17763,18	28/08/2013	14459,89	24/06/2013	10863,28

19/06/2013	11093,80	16/04/2013	12710,52	01/02/2013	12292,65
18/06/2013	10994,73	15/04/2013	12443,35	30/01/2013	11970,62
17/06/2013	11226,30	12/04/2013	12613,48	29/01/2013	11996,21
14/06/2013	11545,78	11/04/2013	12737,18	28/01/2013	11651,59
13/06/2013	11788,55	10/04/2013	12552,40	25/01/2013	11632,62
12/06/2013	11774,45	09/04/2013	12489,12	24/01/2013	11574,60
11/06/2013	12183,60	08/04/2013	12119,40	23/01/2013	11513,84
10/06/2013	12429,64	05/04/2013	11812,02	22/01/2013	11528,09
07/06/2013	12522,43	04/04/2013	11842,94	21/01/2013	11231,86
06/06/2013	12514,58	03/04/2013	11848,43	18/01/2013	11139,41
05/06/2013	12462,11	27/03/2013	12096,93	17/01/2013	10966,77
04/06/2013	12571,96	26/03/2013	12220,55	16/01/2013	10783,42
03/06/2013	12717,65	25/03/2013	12142,15	15/01/2013	10627,54
31/05/2013	12739,90	22/03/2013	12187,62	14/01/2013	10658,54
30/05/2013	12814,36	21/03/2013	12388,43	11/01/2013	10649,20
29/05/2013	12643,27	20/03/2013	12321,38	10/01/2013	10605,85
28/05/2013	12587,84	19/03/2013	12117,53	09/01/2013	10467,39
27/05/2013	13066,11	18/03/2013	12209,12	08/01/2013	10340,47
24/05/2013	12826,44	15/03/2013	12396,10	07/01/2013	10274,39
23/05/2013	13005,31	14/03/2013	12381,61	04/01/2013	10290,27
22/05/2013	13038,19	13/03/2013	12234,79	03/01/2013	10233,18
21/05/2013	13402,42	12/03/2013	12087,33	02/01/2013	10127,04
20/05/2013	13669,37	11/03/2013	11960,06	28/12/2012	9777,50
17/05/2013	13654,19	08/03/2013	11838,46	27/12/2012	9665,82
16/05/2013	13726,65	07/03/2013	11764,83	26/12/2012	9625,29
15/05/2013	13819,39	06/03/2013	11408,46	21/12/2012	9537,73
14/05/2013	13137,58	05/03/2013	11346,80	20/12/2012	9740,93
13/05/2013	13263,60	04/03/2013	11137,55	19/12/2012	9741,41
10/05/2013	13928,24	01/03/2013	10936,40	18/12/2012	9816,14
09/05/2013	14412,89	28/02/2013	10816,54	17/12/2012	9461,84
08/05/2013	15025,46	27/02/2013	11210,48	14/12/2012	9291,01
07/05/2013	14990,79	26/02/2013	11106,65	13/12/2012	9059,35
06/05/2013	14792,67	25/02/2013	11103,49	12/12/2012	9063,85
03/05/2013	14569,00	22/02/2013	11204,77	11/12/2012	8944,94
02/05/2013	14445,27	21/02/2013	11106,65	10/12/2012	8662,20
30/04/2013	14480,04	19/02/2013	11582,55	07/12/2012	8608,64
29/04/2013	14425,16	18/02/2013	11477,97	06/12/2012	8571,12
26/04/2013	14020,89	15/02/2013	11615,49	05/12/2012	8683,29
25/04/2013	13808,25	14/02/2013	11560,10	04/12/2012	8622,48
24/04/2013	13410,73	13/02/2013	11604,49	03/12/2012	8485,12
23/04/2013	13274,50	08/02/2013	11454,63	30/11/2012	8504,11
22/04/2013	13201,76	07/02/2013	11579,37	29/11/2012	8478,93
19/04/2013	12725,02	06/02/2013	11497,12	28/11/2012	8267,03
18/04/2013	12572,45	05/02/2013	11691,66	27/11/2012	8269,84
17/04/2013	12577,82	04/02/2013	11988,97	23/11/2012	8246,44

22/11/2012	8046,59	17/09/2012	8732,73	13/07/2012	8645,44
21/11/2012	8258,69	14/09/2012	8928,13	12/07/2012	8544,64
20/11/2012	8179,52	13/09/2012	8702,86	11/07/2012	8581,38
19/11/2012	8195,13	12/09/2012	8457,71	10/07/2012	8409,02
16/11/2012	8226,89	11/09/2012	8295,64	06/07/2012	8640,45
15/11/2012	8326,13	10/09/2012	8137,67	05/07/2012	8677,80
14/11/2012	8295,73	07/09/2012	8171,39	04/07/2012	8837,15
13/11/2012	8412,76	06/09/2012	8344,10	03/07/2012	8800,48
12/11/2012	8516,29	05/09/2012	8426,47	02/07/2012	8616,34
09/11/2012	8522,80	04/09/2012	8483,49	29/06/2012	8530,72
08/11/2012	8554,08	03/09/2012	8576,01	28/06/2012	8280,19
07/11/2012	8462,07	31/08/2012	8587,64	27/06/2012	8290,48
05/11/2012	8514,97	30/08/2012	8620,65	26/06/2012	8264,04
02/11/2012	8525,35	29/08/2012	8723,71	25/06/2012	8294,54
01/11/2012	8410,17	28/08/2012	8764,91	22/06/2012	8551,69
31/10/2012	8175,70	27/08/2012	8784,25	21/06/2012	8461,62
30/10/2012	8142,57	24/08/2012	8827,49	19/06/2012	8579,34
29/10/2012	8149,51	23/08/2012	8832,85	18/06/2012	8349,92
26/10/2012	8338,16	22/08/2012	8861,08	15/06/2012	8317,73
25/10/2012	8292,81	21/08/2012	8888,94	14/06/2012	8059,63
24/10/2012	8291,59	17/08/2012	8962,94	13/06/2012	7995,49
23/10/2012	8252,29	16/08/2012	9076,42	12/06/2012	8126,59
22/10/2012	8504,04	15/08/2012	8942,92	11/06/2012	8099,44
19/10/2012	8367,05	14/08/2012	8814,24	08/06/2012	8099,35
18/10/2012	8513,11	13/08/2012	8864,61	07/06/2012	8216,11
17/10/2012	8549,83	10/08/2012	8841,95	06/06/2012	8150,28
16/10/2012	8416,03	09/08/2012	8812,05	05/06/2012	8050,67
15/10/2012	8334,41	08/08/2012	9040,04	04/06/2012	8060,30
12/10/2012	8332,44	07/08/2012	8973,61	01/06/2012	8087,56
11/10/2012	8355,39	06/08/2012	8868,15	31/05/2012	8239,51
10/10/2012	8268,41	03/08/2012	8802,63	30/05/2012	8217,67
09/10/2012	8439,34	02/08/2012	8721,30	29/05/2012	8403,03
05/10/2012	8631,50	01/08/2012	8770,69	28/05/2012	8538,86
04/10/2012	8583,48	31/07/2012	8845,17	24/05/2012	8507,83
03/10/2012	8558,53	30/07/2012	8812,70	23/05/2012	8290,25
02/10/2012	8611,32	27/07/2012	8817,83	22/05/2012	8101,07
01/10/2012	8546,64	26/07/2012	8803,27	21/05/2012	7928,09
28/09/2012	8463,69	25/07/2012	8682,23	18/05/2012	7751,39
27/09/2012	8585,42	24/07/2012	8670,76	17/05/2012	7684,92
26/09/2012	8471,42	23/07/2012	8817,01	16/05/2012	7786,83
25/09/2012	8677,76	20/07/2012	8886,45	15/05/2012	7929,88
21/09/2012	8724,07	19/07/2012	9064,32	14/05/2012	8002,91
20/09/2012	8711,37	18/07/2012	8961,87	11/05/2012	8222,40
19/09/2012	8722,48	17/07/2012	8665,89	10/05/2012	8202,67
18/09/2012	8705,11	16/07/2012	8603,65	09/05/2012	8244,78

08/05/2012	8229,82	28/02/2012	9265,01	19/12/2011	8479,29
07/05/2012	7971,64	24/02/2012	9535,66	16/12/2011	8557,02
04/05/2012	7896,93	23/02/2012	9668,92	15/12/2011	8450,13
03/05/2012	7840,22	22/02/2012	9718,73	14/12/2011	8476,68
02/05/2012	7985,61	17/02/2012	9654,23	13/12/2011	8686,36
27/04/2012	8154,31	16/02/2012	9608,12	12/12/2011	8698,34
26/04/2012	8095,08	15/02/2012	9483,62	07/12/2011	8931,76
25/04/2012	8132,81	14/02/2012	9543,76	06/12/2011	9142,88
24/04/2012	8246,29	13/02/2012	9611,68	05/12/2011	9210,22
23/04/2012	8277,41	10/02/2012	9506,57	02/12/2011	9194,48
20/04/2012	8321,74	09/02/2012	9624,58	01/12/2011	9090,59
19/04/2012	8431,68	08/02/2012	9550,17	30/11/2011	8921,23
18/04/2012	8574,48	07/02/2012	9645,81	29/11/2011	8512,35
17/04/2012	8429,35	06/02/2012	9701,53	25/11/2011	8337,52
16/04/2012	8624,15	03/02/2012	9736,66	24/11/2011	8405,20
13/04/2012	8787,98	02/02/2012	9771,24	23/11/2011	8351,43
12/04/2012	8950,27	01/02/2012	9807,77	22/11/2011	8614,98
11/04/2012	8788,73	31/01/2012	9621,00	21/11/2011	8524,58
10/04/2012	8741,44	30/01/2012	9592,93	18/11/2011	8773,34
09/04/2012	8822,12	27/01/2012	9763,86	17/11/2011	8685,80
04/04/2012	8957,07	26/01/2012	9948,56	16/11/2011	9069,75
03/04/2012	9137,04	25/01/2012	9983,86	15/11/2011	9220,78
30/03/2012	9282,18	24/01/2012	9945,23	14/11/2011	9220,72
29/03/2012	9194,31	23/01/2012	9875,28	11/11/2011	9424,48
28/03/2012	9331,00	20/01/2012	9803,20	10/11/2011	9260,63
27/03/2012	9339,86	19/01/2012	9840,45	09/11/2011	9219,82
26/03/2012	9368,03	18/01/2012	9801,83	08/11/2011	9615,40
23/03/2012	9392,47	17/01/2012	9576,67	07/11/2011	9531,80
22/03/2012	9291,57	16/01/2012	9456,45	04/11/2011	9566,33
21/03/2012	9404,03	13/01/2012	9474,17	03/11/2011	9619,10
20/03/2012	9348,76	12/01/2012	9706,88	02/11/2011	9317,21
19/03/2012	9563,90	11/01/2012	9686,87	01/11/2011	9556,93
16/03/2012	9516,91	10/01/2012	9661,03	31/10/2011	9998,49
15/03/2012	9472,34	09/01/2012	9470,77	28/10/2011	10246,83
14/03/2012	9352,37	06/01/2012	9475,73	27/10/2011	10188,05
13/03/2012	9331,24	05/01/2012	9356,91	26/10/2011	9751,94
12/03/2012	9166,86	04/01/2012	9384,85	25/10/2011	9571,14
09/03/2012	9231,82	03/01/2012	8977,95	24/10/2011	9597,93
08/03/2012	9260,06	29/12/2011	8696,53	21/10/2011	9337,64
07/03/2012	9239,81	28/12/2011	8645,70	20/10/2011	9114,14
06/03/2012	9175,20	27/12/2011	8753,65	19/10/2011	9152,90
05/03/2012	9346,81	23/12/2011	8727,98	18/10/2011	9144,34
02/03/2012	9520,94	22/12/2011	8675,35	17/10/2011	8933,55
01/03/2012	9426,24	21/12/2011	8590,44	14/10/2011	9039,66
29/02/2012	9167,91	20/12/2011	8585,13	13/10/2011	8665,94

12/10/2011	8510,39	08/08/2011	9309,87	03/06/2011	10727,77
11/10/2011	8176,29	05/08/2011	10379,77	02/06/2011	10746,41
07/10/2011	7845,67	04/08/2011	10475,30	01/06/2011	10886,28
06/10/2011	7944,02	03/08/2011	11109,97	31/05/2011	11138,88
05/10/2011	7776,23	02/08/2011	11142,48	30/05/2011	11124,87
04/10/2011	7656,73	01/08/2011	11280,11	27/05/2011	11207,21
03/10/2011	7750,04	29/07/2011	11214,87	26/05/2011	11173,12
30/09/2011	8302,95	28/07/2011	11041,88	24/05/2011	11212,26
29/09/2011	8493,65	27/07/2011	11075,26	23/05/2011	11345,00
28/09/2011	8462,93	26/07/2011	11392,04	20/05/2011	11529,37
27/09/2011	8588,62	25/07/2011	11260,94	19/05/2011	11530,68
26/09/2011	8457,64	22/07/2011	11347,82	18/05/2011	11548,97
23/09/2011	8404,55	21/07/2011	11383,28	17/05/2011	11482,99
22/09/2011	8415,57	20/07/2011	11244,62	16/05/2011	11486,23
21/09/2011	8931,09	19/07/2011	11192,73	13/05/2011	11454,23
20/09/2011	9203,87	18/07/2011	11111,84	12/05/2011	11548,79
19/09/2011	9180,06	15/07/2011	11211,05	11/05/2011	11519,37
16/09/2011	9319,83	14/07/2011	11143,53	10/05/2011	11625,53
15/09/2011	9383,54	13/07/2011	11320,84	09/05/2011	11430,81
14/09/2011	9301,41	12/07/2011	11291,38	06/05/2011	11349,38
13/09/2011	9131,44	11/07/2011	11426,17	05/05/2011	11292,25
12/09/2011	9053,01	08/07/2011	11663,72	04/05/2011	11409,98
09/09/2011	9294,11	07/07/2011	11731,37	03/05/2011	11497,08
08/09/2011	9634,62	06/07/2011	11673,63	02/05/2011	11554,15
07/09/2011	9701,72	05/07/2011	11592,05	29/04/2011	11616,27
06/09/2011	9533,55	04/07/2011	11566,77	28/04/2011	11507,09
05/09/2011	9488,16	01/07/2011	11501,41	27/04/2011	11510,00
02/09/2011	9775,24	30/06/2011	11377,87	26/04/2011	11493,15
01/09/2011	9962,26	29/06/2011	11347,94	25/04/2011	11562,63
31/08/2011	10068,57	28/06/2011	11219,95	20/04/2011	11575,50
30/08/2011	10070,84	27/06/2011	11174,68	19/04/2011	11394,94
29/08/2011	10024,75	24/06/2011	11089,38	18/04/2011	11303,73
26/08/2011	9831,55	23/06/2011	11184,63	15/04/2011	11573,69
25/08/2011	9777,64	22/06/2011	11227,56	14/04/2011	11568,82
24/08/2011	9915,53	21/06/2011	11227,67	13/04/2011	11666,42
23/08/2011	9851,84	17/06/2011	11003,59	12/04/2011	11654,70
19/08/2011	9609,85	16/06/2011	10841,31	11/04/2011	11808,86
18/08/2011	9771,91	15/06/2011	10871,52	08/04/2011	11889,47
17/08/2011	10176,01	14/06/2011	10907,58	07/04/2011	11847,63
16/08/2011	10154,49	13/06/2011	10729,79	06/04/2011	12035,33
15/08/2011	10113,47	10/06/2011	10808,83	05/04/2011	12022,20
12/08/2011	9973,43	09/06/2011	10846,69	04/04/2011	12014,56
11/08/2011	9924,67	08/06/2011	10605,15	01/04/2011	11917,63
10/08/2011	9518,18	07/06/2011	10557,34	31/03/2011	11715,46
09/08/2011	9722,32	06/06/2011	10549,23	30/03/2011	11581,58

29/03/2011	11409,85	19/01/2011	12278,25	11/11/2010	11180,07
28/03/2011	11299,54	18/01/2011	12282,64	10/11/2010	11099,69
23/03/2011	11299,93	17/01/2011	12209,67	09/11/2010	11043,22
22/03/2011	11267,67	14/01/2011	12095,14	08/11/2010	11101,89
21/03/2011	11503,60	13/01/2011	12190,54	05/11/2010	11178,09
18/03/2011	11518,07	12/01/2011	12479,72	04/11/2010	11151,34
17/03/2011	11356,38	11/01/2011	12289,11	03/11/2010	10751,68
16/03/2011	11176,53	10/01/2011	12228,88	02/11/2010	10510,80
15/03/2011	11442,32	07/01/2011	12226,46	01/11/2010	10387,10
14/03/2011	11885,29	06/01/2011	12457,89	29/10/2010	10224,57
11/03/2011	12049,04	05/01/2011	12415,78	28/10/2010	10102,25
10/03/2011	12086,17	04/01/2011	12312,61	26/10/2010	10019,28
09/03/2011	12275,32	03/01/2011	12129,55	25/10/2010	10016,58
04/03/2011	12213,06	30/12/2010	11857,45	22/10/2010	9852,83
03/03/2011	12231,11	29/12/2010	11811,81	21/10/2010	9750,76
02/03/2011	12125,89	28/12/2010	11691,26	20/10/2010	9719,33
01/03/2011	12034,64	27/12/2010	11671,42	19/10/2010	9482,75
28/02/2011	12080,88	23/12/2010	11683,19	18/10/2010	9613,40
25/02/2011	12011,84	22/12/2010	11686,87	15/10/2010	9566,13
24/02/2011	11776,58	21/12/2010	11590,85	14/10/2010	9591,91
23/02/2011	11977,20	20/12/2010	11625,11	13/10/2010	9547,27
22/02/2011	11959,89	17/12/2010	11472,26	12/10/2010	9495,55
21/02/2011	11957,30	16/12/2010	11316,57	08/10/2010	9470,53
18/02/2011	11996,74	15/12/2010	11191,69	07/10/2010	9257,56
17/02/2011	12017,82	14/12/2010	11441,94	06/10/2010	9319,80
16/02/2011	12025,79	13/12/2010	11561,99	05/10/2010	9337,35
15/02/2011	11934,08	10/12/2010	11379,06	04/10/2010	9191,61
14/02/2011	11996,44	09/12/2010	11241,93	01/10/2010	9287,56
11/02/2011	11818,75	07/12/2010	11371,52	30/09/2010	9275,91
10/02/2011	11650,45	06/12/2010	11338,90	29/09/2010	9280,38
09/02/2011	11863,71	03/12/2010	11223,75	28/09/2010	9292,86
08/02/2011	12056,66	02/12/2010	11249,72	27/09/2010	9105,89
07/02/2011	12057,14	01/12/2010	11090,09	24/09/2010	9088,38
04/02/2011	12209,76	30/11/2010	10781,40	23/09/2010	8888,95
03/02/2011	12252,10	29/11/2010	10795,77	22/09/2010	8908,22
02/02/2011	12295,73	26/11/2010	10900,39	21/09/2010	8882,90
01/02/2011	12270,95	25/11/2010	10945,42	20/09/2010	8864,87
31/01/2011	12012,82	24/11/2010	10893,48	17/09/2010	8660,05
28/01/2011	11995,79	23/11/2010	10720,99	16/09/2010	8627,10
27/01/2011	12143,63	19/11/2010	10975,91	15/09/2010	8587,54
26/01/2011	12179,74	18/11/2010	10941,87	14/09/2010	8648,22
25/01/2011	12081,03	17/11/2010	10653,66	13/09/2010	8669,61
24/01/2011	12123,17	16/11/2010	10528,89	10/09/2010	8593,55
21/01/2011	12149,82	15/11/2010	10978,08	09/09/2010	8560,49
20/01/2011	12209,72	12/11/2010	10814,50	08/09/2010	8499,95

07/09/2010	8486,77	02/07/2010	7926,65	27/04/2010	8504,46
06/09/2010	8595,53	01/07/2010	7910,43	26/04/2010	8741,50
03/09/2010	8571,82	30/06/2010	7799,42	23/04/2010	8765,59
02/09/2010	8544,28	29/06/2010	7842,64	22/04/2010	8670,31
01/09/2010	8454,17	28/06/2010	8218,71	21/04/2010	8687,27
31/08/2010	8258,42	25/06/2010	8289,47	20/04/2010	8745,10
30/08/2010	8185,51	24/06/2010	8205,53	19/04/2010	8694,43
27/08/2010	8322,12	23/06/2010	8321,72	16/04/2010	8642,34
26/08/2010	8217,78	22/06/2010	8339,03	15/04/2010	8773,63
25/08/2010	8274,35	18/06/2010	8311,62	14/04/2010	8837,32
24/08/2010	8175,57	17/06/2010	8281,86	13/04/2010	8855,36
23/08/2010	8445,09	16/06/2010	8324,01	12/04/2010	8900,72
20/08/2010	8668,38	15/06/2010	8325,45	09/04/2010	8914,89
19/08/2010	8649,40	14/06/2010	8115,83	08/04/2010	8839,36
18/08/2010	8765,00	11/06/2010	8104,89	07/04/2010	8782,12
17/08/2010	8629,67	10/06/2010	8025,56	06/04/2010	8885,82
13/08/2010	8442,45	09/06/2010	7861,47	05/04/2010	8761,51
12/08/2010	8457,95	08/06/2010	7817,65	31/03/2010	8502,19
11/08/2010	8408,02	07/06/2010	7674,75	30/03/2010	8551,74
10/08/2010	8666,03	04/06/2010	7719,25	29/03/2010	8591,91
09/08/2010	8749,45	03/06/2010	7958,58	26/03/2010	8491,94
06/08/2010	8738,92	02/06/2010	7858,63	25/03/2010	8513,36
05/08/2010	8789,13	01/06/2010	7711,70	23/03/2010	8607,36
04/08/2010	8845,91	31/05/2010	7826,63	22/03/2010	8474,17
03/08/2010	8793,10	28/05/2010	7699,38	19/03/2010	8385,00
02/08/2010	8850,07	27/05/2010	7735,20	18/03/2010	8409,05
30/07/2010	8602,15	26/05/2010	7241,95	17/03/2010	8465,11
29/07/2010	8653,65	21/05/2010	7534,43	16/03/2010	8459,19
28/07/2010	8566,15	20/05/2010	7420,73	15/03/2010	8317,89
27/07/2010	8603,30	19/05/2010	7753,29	12/03/2010	8428,74
26/07/2010	8613,41	18/05/2010	7776,71	11/03/2010	8368,05
23/07/2010	8547,34	17/05/2010	7799,72	10/03/2010	8356,69
22/07/2010	8477,63	14/05/2010	7877,07	09/03/2010	8298,13
21/07/2010	8343,89	13/05/2010	8165,18	08/03/2010	8264,66
20/07/2010	8379,63	12/05/2010	8219,62	05/03/2010	8172,23
19/07/2010	8241,65	11/05/2010	8179,69	04/03/2010	8114,73
16/07/2010	8158,73	10/05/2010	8265,77	03/03/2010	8120,36
15/07/2010	8271,01	07/05/2010	7712,00	02/03/2010	8092,68
14/07/2010	8281,52	06/05/2010	7711,38	01/03/2010	8034,88
13/07/2010	8251,46	05/05/2010	8173,30	26/02/2010	7879,70
12/07/2010	8180,99	04/05/2010	8358,63	25/02/2010	7844,56
08/07/2010	8197,56	03/05/2010	8686,05	24/02/2010	8139,29
07/07/2010	8098,06	30/04/2010	8625,61	23/02/2010	8161,93
06/07/2010	7893,43	29/04/2010	8616,05	22/02/2010	8347,18
05/07/2010	7868,62	28/04/2010	8508,93	19/02/2010	8299,96

18/02/2010	8293,49	11/12/2009	7602,03	06/10/2009	7172,36
17/02/2010	8259,98	10/12/2009	7598,71	05/10/2009	7030,67
16/02/2010	8188,24	09/12/2009	7546,25	02/10/2009	6958,14
15/02/2010	8075,66	07/12/2009	7599,75	01/10/2009	6975,56
12/02/2010	8053,90	04/12/2009	7615,68	30/09/2009	7146,93
11/02/2010	8088,58	03/12/2009	7747,67	29/09/2009	7102,95
10/02/2010	7943,21	02/12/2009	7754,48	28/09/2009	7126,21
09/02/2010	7923,08	01/12/2009	7705,92	25/09/2009	6951,06
08/02/2010	7787,66	30/11/2009	7498,85	24/09/2009	6938,94
05/02/2010	7691,44	27/11/2009	7630,67	23/09/2009	6999,06
04/02/2010	7943,90	26/11/2009	7517,86	22/09/2009	7121,56
03/02/2010	8237,06	25/11/2009	7833,01	21/09/2009	6849,69
02/02/2010	8305,39	24/11/2009	7789,40	18/09/2009	6917,21
01/02/2010	8174,20	23/11/2009	7785,99	17/09/2009	6955,46
29/01/2010	8098,81	20/11/2009	7703,54	16/09/2009	6825,07
28/01/2010	8053,06	19/11/2009	7756,08	15/09/2009	6641,13
27/01/2010	8072,61	18/11/2009	7869,86	14/09/2009	6616,68
26/01/2010	8140,07	17/11/2009	7906,89	11/09/2009	6561,78
25/01/2010	8184,79	16/11/2009	7973,56	10/09/2009	6601,83
22/01/2010	8237,31	13/11/2009	7757,52	09/09/2009	6497,14
21/01/2010	8284,70	12/11/2009	7698,69	08/09/2009	6388,66
20/01/2010	8367,83	11/11/2009	7805,01	07/09/2009	6255,54
19/01/2010	8495,43	10/11/2009	7892,84	04/09/2009	6166,72
18/01/2010	8415,44	09/11/2009	7914,95	03/09/2009	6074,26
15/01/2010	8425,03	05/11/2009	7667,79	02/09/2009	6077,29
14/01/2010	8454,62	04/11/2009	7704,97	01/09/2009	6060,16
13/01/2010	8333,13	03/11/2009	7554,82	31/08/2009	6176,69
12/01/2010	8105,75	02/11/2009	7363,82	28/08/2009	6240,62
11/01/2010	8266,10	30/10/2009	7245,42	27/08/2009	6181,86
08/01/2010	8355,63	29/10/2009	7549,43	26/08/2009	6198,25
07/01/2010	8429,65	28/10/2009	7258,91	25/08/2009	6204,31
06/01/2010	8337,72	27/10/2009	7697,42	24/08/2009	6198,57
05/01/2010	8447,15	26/10/2009	7792,37	21/08/2009	6270,37
04/01/2010	8349,63	23/10/2009	7893,46	20/08/2009	6153,03
30/12/2009	8036,03	22/10/2009	7918,94	19/08/2009	6034,81
29/12/2009	8032,29	21/10/2009	7769,15	18/08/2009	6050,20
28/12/2009	7950,14	20/10/2009	7717,49	14/08/2009	6169,33
23/12/2009	7833,70	19/10/2009	7737,62	13/08/2009	6276,26
22/12/2009	7791,21	16/10/2009	7574,51	12/08/2009	6193,09
21/12/2009	7683,35	15/10/2009	7630,79	11/08/2009	6142,22
18/12/2009	7648,74	14/10/2009	7628,35	10/08/2009	6239,49
17/12/2009	7704,76	13/10/2009	7550,59	07/08/2009	6255,19
16/12/2009	7757,11	09/10/2009	7476,84	06/08/2009	6187,57
15/12/2009	7691,51	08/10/2009	7333,72	05/08/2009	6300,40
14/12/2009	7710,24	07/10/2009	7171,99	04/08/2009	6232,22

03/08/2009	6229,31	27/05/2009	5396,84	17/03/2009	3702,85
31/07/2009	5994,45	26/05/2009	5472,53	16/03/2009	3638,04
30/07/2009	5910,91	22/05/2009	5436,31	13/03/2009	3665,60
29/07/2009	5761,08	21/05/2009	5439,71	12/03/2009	3611,03
28/07/2009	5782,82	20/05/2009	5424,51	11/03/2009	3538,56
27/07/2009	5856,01	19/05/2009	5330,17	10/03/2009	3531,65
24/07/2009	5827,56	18/05/2009	5292,93	09/03/2009	3357,41
23/07/2009	5842,46	15/05/2009	5000,22	06/03/2009	3405,31
22/07/2009	5708,48	14/05/2009	5054,28	05/03/2009	3383,78
21/07/2009	5725,55	13/05/2009	5133,59	04/03/2009	3494,68
20/07/2009	5734,49	12/05/2009	5347,91	03/03/2009	3299,01
17/07/2009	5626,07	11/05/2009	5307,24	02/03/2009	3347,33
16/07/2009	5653,51	08/05/2009	5281,34	27/02/2009	3632,03
15/07/2009	5580,47	07/05/2009	5025,15	26/02/2009	3609,55
14/07/2009	5355,19	06/05/2009	4977,17	25/02/2009	3614,99
13/07/2009	5395,00	05/05/2009	4829,42	24/02/2009	3707,15
08/07/2009	5136,18	04/05/2009	4812,31	23/02/2009	3582,79
07/07/2009	5252,79	30/04/2009	4542,75	20/02/2009	3742,59
06/07/2009	5350,20	29/04/2009	4491,43	19/02/2009	3824,54
03/07/2009	5462,81	28/04/2009	4391,42	18/02/2009	3801,80
02/07/2009	5436,84	27/04/2009	4380,97	17/02/2009	3877,57
01/07/2009	5613,66	24/04/2009	4430,90	16/02/2009	4052,74
30/06/2009	5559,79	23/04/2009	4325,39	13/02/2009	4102,12
29/06/2009	5532,88	22/04/2009	4320,30	12/02/2009	3919,77
26/06/2009	5476,48	21/04/2009	4303,76	11/02/2009	4013,62
25/06/2009	5495,49	20/04/2009	4210,72	10/02/2009	4030,83
24/06/2009	5370,60	17/04/2009	4441,36	09/02/2009	4166,94
23/06/2009	5229,17	16/04/2009	4425,81	06/02/2009	4197,60
22/06/2009	5219,87	15/04/2009	4284,12	05/02/2009	4067,03
19/06/2009	5419,39	14/04/2009	4248,10	04/02/2009	3949,50
18/06/2009	5290,84	13/04/2009	4309,03	03/02/2009	3926,66
17/06/2009	5301,67	08/04/2009	4097,85	02/02/2009	3869,62
16/06/2009	5453,27	07/04/2009	4068,21	30/01/2009	3949,87
12/06/2009	5677,10	06/04/2009	4206,30	29/01/2009	3986,99
11/06/2009	5721,18	03/04/2009	4249,28	28/01/2009	4052,71
10/06/2009	5667,21	01/04/2009	4016,78	27/01/2009	3955,42
09/06/2009	5626,69	31/03/2009	4006,27	26/01/2009	3907,63
08/06/2009	5567,80	30/03/2009	4000,95	23/01/2009	3894,29
05/06/2009	5618,14	27/03/2009	4146,02	22/01/2009	3839,57
04/06/2009	5677,11	26/03/2009	4170,98	21/01/2009	3859,85
03/06/2009	5485,87	25/03/2009	4042,69	20/01/2009	3802,75
02/06/2009	5717,49	23/03/2009	4003,82	19/01/2009	4036,64
01/06/2009	5671,13	20/03/2009	3784,76	16/01/2009	4003,91
29/05/2009	5422,98	19/03/2009	3815,95	15/01/2009	4009,07
28/05/2009	5326,74	18/03/2009	3757,46	14/01/2009	3974,64

13/01/2009	4136,02	03/11/2008	4065,92	29/08/2008	6516,71
12/01/2009	4121,56	31/10/2008	3916,29	28/08/2008	6530,09
09/01/2009	4292,60	30/10/2008	3756,42	27/08/2008	6546,85
08/01/2009	4384,96	29/10/2008	3525,73	26/08/2008	6462,26
07/01/2009	4319,72	28/10/2008	3395,70	25/08/2008	6435,56
06/01/2009	4487,99	27/10/2008	3157,65	22/08/2008	6498,03
05/01/2009	4253,47	24/10/2008	3378,66	21/08/2008	6432,72
02/01/2009	4218,75	23/10/2008	3613,53	20/08/2008	6394,69
30/12/2008	3993,51	22/10/2008	3549,85	19/08/2008	6351,19
29/12/2008	3982,18	21/10/2008	4010,94	15/08/2008	6354,51
26/12/2008	3938,60	20/10/2008	4447,07	14/08/2008	6395,43
23/12/2008	3882,62	17/10/2008	4527,88	13/08/2008	6410,68
22/12/2008	3911,15	16/10/2008	4399,52	12/08/2008	6277,50
19/12/2008	4097,18	15/10/2008	4361,21	11/08/2008	6338,64
18/12/2008	4220,80	14/10/2008	5007,57	08/08/2008	6553,66
17/12/2008	4341,53	10/10/2008	4463,42	07/08/2008	6699,50
16/12/2008	4322,35	09/10/2008	4727,82	06/08/2008	6859,08
15/12/2008	4190,03	08/10/2008	4957,69	05/08/2008	6646,59
12/12/2008	4121,03	07/10/2008	5079,78	04/08/2008	6670,84
11/12/2008	4074,21	06/10/2008	5209,01	01/08/2008	6896,00
10/12/2008	3949,00	03/10/2008	5571,24	31/07/2008	6966,53
09/12/2008	3819,28	02/10/2008	5614,84	30/07/2008	7036,27
05/12/2008	3697,81	01/10/2008	5937,52	29/07/2008	6957,97
04/12/2008	3692,41	30/09/2008	5915,06	28/07/2008	6952,55
03/12/2008	3623,29	29/09/2008	5707,52	25/07/2008	6940,50
02/12/2008	3563,86	26/09/2008	6215,32	24/07/2008	6905,12
01/12/2008	3472,01	25/09/2008	6284,08	23/07/2008	7069,02
28/11/2008	3761,79	24/09/2008	6103,75	22/07/2008	7151,93
27/11/2008	3707,95	23/09/2008	6106,62	21/07/2008	7248,13
26/11/2008	3678,97	22/09/2008	6228,74	18/07/2008	7066,90
25/11/2008	3523,82	19/09/2008	6150,91	17/07/2008	7070,48
24/11/2008	3460,76	18/09/2008	5621,14	16/07/2008	7056,70
21/11/2008	3180,86	17/09/2008	5563,53	15/07/2008	7101,84
20/11/2008	3327,40	16/09/2008	5798,07	14/07/2008	7240,95
19/11/2008	3577,92	15/09/2008	5763,02	11/07/2008	7166,99
18/11/2008	3621,76	12/09/2008	6065,99	10/07/2008	7255,80
17/11/2008	3803,91	11/09/2008	5918,71	08/07/2008	7258,70
14/11/2008	3931,93	10/09/2008	5919,71	07/07/2008	7348,44
13/11/2008	3910,20	09/09/2008	5851,25	04/07/2008	7527,00
12/11/2008	3898,20	08/09/2008	6114,37	03/07/2008	7490,40
11/11/2008	4128,00	05/09/2008	6152,03	02/07/2008	7639,73
10/11/2008	4200,87	04/09/2008	6203,83	01/07/2008	7882,13
07/11/2008	4237,06	03/09/2008	6435,32	30/06/2008	7960,97
05/11/2008	4402,83	02/09/2008	6416,95	27/06/2008	7888,55
04/11/2008	4348,84	01/09/2008	6514,46	26/06/2008	7823,87

25/06/2008	7885,02	21/04/2008	8126,51	12/02/2008	7564,49
24/06/2008	7766,00	18/04/2008	8056,19	11/02/2008	7440,70
23/06/2008	7849,97	17/04/2008	7962,27	08/02/2008	7377,43
20/06/2008	7778,31	16/04/2008	7947,99	07/02/2008	7413,73
19/06/2008	7779,78	15/04/2008	7825,71	06/02/2008	7504,82
18/06/2008	7726,35	14/04/2008	7817,03	05/02/2008	7542,42
17/06/2008	7714,06	11/04/2008	7786,03	04/02/2008	7703,53
13/06/2008	7791,57	10/04/2008	7848,10	01/02/2008	7557,16
12/06/2008	7747,18	09/04/2008	7916,66	31/01/2008	7414,47
11/06/2008	7809,76	08/04/2008	7976,39	30/01/2008	7549,07
10/06/2008	7924,67	07/04/2008	7916,34	29/01/2008	7457,61
09/06/2008	8117,65	04/04/2008	7962,93	28/01/2008	7451,77
06/06/2008	8199,86	03/04/2008	7951,28	25/01/2008	7367,34
05/06/2008	8226,52	01/04/2008	7877,37	24/01/2008	7336,63
04/06/2008	8038,20	31/03/2008	7773,45	23/01/2008	7014,69
03/06/2008	8211,00	28/03/2008	7697,92	22/01/2008	7220,42
02/06/2008	8255,83	27/03/2008	7675,09	21/01/2008	6925,99
30/05/2008	8290,47	26/03/2008	7645,32	18/01/2008	7395,27
29/05/2008	8366,42	25/03/2008	7588,49	17/01/2008	7432,98
28/05/2008	8409,96	19/03/2008	7378,47	16/01/2008	7615,06
27/05/2008	8330,18	18/03/2008	7682,41	15/01/2008	7657,85
26/05/2008	8423,99	17/03/2008	7557,10	14/01/2008	7909,84
23/05/2008	8399,79	14/03/2008	7802,94	11/01/2008	7752,72
22/05/2008	8428,14	13/03/2008	7912,06	10/01/2008	7748,01
21/05/2008	8339,61	12/03/2008	7875,87	09/01/2008	7742,55
20/05/2008	8340,69	11/03/2008	7902,99	08/01/2008	7943,42
19/05/2008	8253,35	10/03/2008	7734,70	07/01/2008	7737,08
16/05/2008	8033,51	07/03/2008	7873,32	04/01/2008	7853,04
15/05/2008	7948,07	06/03/2008	8050,63	03/01/2008	7925,53
14/05/2008	7815,07	05/03/2008	8071,61	02/01/2008	7832,40
13/05/2008	7871,82	04/03/2008	7883,95	28/12/2007	7923,36
12/05/2008	7927,47	03/03/2008	7891,94	27/12/2007	7963,18
09/05/2008	7871,12	29/02/2008	7959,63	26/12/2007	7997,96
08/05/2008	7834,00	28/02/2008	8114,84	21/12/2007	7852,77
07/05/2008	7811,19	27/02/2008	8020,09	20/12/2007	7791,35
06/05/2008	7910,27	26/02/2008	7980,27	19/12/2007	7771,39
05/05/2008	7798,97	25/02/2008	7860,05	18/12/2007	7753,32
02/05/2008	7793,67	22/02/2008	7757,69	17/12/2007	7723,25
30/04/2008	7737,33	21/02/2008	7756,21	14/12/2007	7972,86
29/04/2008	7650,84	20/02/2008	7738,42	13/12/2007	8007,13
28/04/2008	7778,64	19/02/2008	7685,33	12/12/2007	8151,38
25/04/2008	7753,17	18/02/2008	7683,79	11/12/2007	8143,49
24/04/2008	7843,80	15/02/2008	7612,31	10/12/2007	8220,90
23/04/2008	7909,68	14/02/2008	7618,10		
22/04/2008	8076,45	13/02/2008	7606,87		

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cotizaciones de Índices de
Puente Hermanos. Link de Internet:
<https://www.puente.net.com/puente/researchAction!exportar.action> disponible el
01/11/2014.

7. NOTAS Y OBSERVACIONES

AL TEXTO

7.1. El WACC o en español, el Costo Promedio Ponderado del Capital, es la tasa de rendimiento requerida de una firma que surge de contemplar el costo de la deuda y el costo del capital propio, es decir se forma con ambos costos expresados en una tasa porcentual, y se ponderan teniendo en cuenta los pesos de la estructura de capital (la proporción de la deuda y del capital sobre el valor de mercado total de ambas).

$$\text{WACC} = (C/V) \times Re + (D/V) \times Rd \times (1 - Tc)$$

Donde: C es el valor de mercado del capital; D es el valor de Mercado de la deuda; V es la suma de C y D; Re es el costo del capital; Rd es el costo de la deuda; y Tc es la tasa fiscal de la firma, y se utiliza para obtener el costo de la deuda después de impuestos.

Por sus características, el WACC indica a tasa requerida sobre los activos de una firma para mantener el valor de sus acciones, y también la tasa requerida sobre inversiones que tengan los mismos riesgos que los existentes.

8. SOPORTE ELECTRÓNICO (C. D.)

