



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



La inflación y la inversión en acciones: análisis del impacto de la inflación desde el punto de vista del inversor minoritario en acciones de sociedades anónimas

Sichel, Gerardo Federico

1956

Cita APA: Sichel, G. (1956). La inflación y la inversión en acciones, análisis del impacto de la inflación desde el punto de vista del inversor minoritario en acciones de sociedades anónimas. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

1501
650

Facultad de Ciencias Economicas

ORIGINAL

I N S T I T U T O D E E C O N O M I A

T E S I S



BIBLIOTECA

2404 Argentine
J. 412

Top. J. 412
S 3

131 Argentine
J. 152

1956

Gerardo F. Sichel

Registro 12.930

Laprida 1341

Buenos Aires

IMPRESION

1501
650

LA INFLACION

Y

LA INVERSION EN
ACCIONES

Análisis del impacto de la
Inflación desde el punto de
vista del inversor minori-
tario en Acciones de Socie-
dades Anónimas.



BIBLIOTECA

I n d i c e

	Página
Introducción	1
Consideraciones sobre algunos impactos de la Inflación	2
El Mercado de Valores	7
Finalidades del Estudio ó la pérdida de capital sufrida por el inversor en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires	9
Bases adoptadas en la utilización de la información estadística-contable	16
Funciones Matemáticas para calcular el valor de las acciones en función de la inflación	24
A) Terminología	
B) Definiciones	
C) Funciones Matemáticas	
Análisis de los Cálculos	28
a) Giro de Capitales	
b) Reservas	
c) Reserva Ley 11.729	
d) Títulos de Renta Fija	
e) La pérdida de capital por el inversor en acciones ordinarias	
f) La Bolsa como Institución donde las empresas pueden obtener nuevos medios financieros	
g) Nivel de precio promedio de cotización de acciones	
Política a seguir	37
Reflexión final	41
Llave para las páginas de calculos	43
Lista de las acciones analizadas y clave	44
Lista de Sociedades que cotizaron en la Bolsa en 1944 y no llegaron a 1953	48
Excepciones no incluidas en el análisis	50

BIB. BITECA

Resumen	51
Calculos de Matemática Fi- nanciera 12 casos	52
Gráficos	65

y además :

- 93 planillas individuales por
acción con su respectivo a
nálisis
- y 40 planillas de calculos para
los años 1944 a 1953

- . -



B i b l i o g r a f í a

Las fuentes de este trabajo se reducen a :

Síntesis Estadística de la Nación

Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Balances y Memorias de las Sociedades que coti-

saron en el Mercado de Valores en 1944.

Al mismo tiempo debo agradecer el consejo del :

Ingeniero Antonio Lascorain y

Doctor Eugenio A. Polcini

que en forma desinteresada

me han aconsejado para el presente trabajo.

- . -



BIBLIOTECA

I n t r o d u c c i ó n

El presente trabajo quiere ser la justa retribución que merece la Universidad por haberme dado la posibilidad de adquirir en sus recintos los conocimientos científicos y técnicos para permitirme analizar ciertos aspectos de nuestra economía. Si he logrado este fin y mi trabajo puede ser un enfoque diferente a lo habitual es la Facultad que merece ser elogiada, porque fueron sus profesores que al transmitírnos con todo esmero sus conocimientos permitieron sedimentarlos y aprovecharlos, y mi padre por haberme dado la fe y la perseverancia en la tarea que paso a exponer a continuación :



Buenos Aires, 27 de abril de 1956

Consideraciones sobre algunos impactos de la Inflación.

Este trabajo se gestó en mi mente hace varios años al confrontar en una revaluación y justificación de costos de específicos medicinales para el Ministerio de Salud Pública los diversos factores y facetas que hacen a la inflación. Esto normalmente se considera como un fenómeno homogéneo, cuando en realidad es un fenómeno positivo pero de valoración subjetiva si se comienza a ver desde distintos ángulos. Con esto no deseo decir, que hay varias inflaciones en un momento determinado,... aunque esto también puede ser cierto, sino que un mismo fenómeno inflatorio tiene impactos diferentes sobre las diversas estructuras económicas y sociales de la Nación o región donde se produce.

Desde entonces estuve interesado en la medición del factor inflación y en su gestación. Hoy se sabe en nuestra materia que hay muchos motivos y fundamentos para el desequilibrio económico llamado comúnmente inflación y que en verdad es darle a síntomas similares el nombre de una enfermedad genérica. Inflación puede ser el exceso de dinero sobre bienes, puede significar giro excesivo de dinero o créditos, puede ser escasez de bienes, en fin puede ser una serie de factores combinados y complejos que tienen como correlario una disminución del valor de transacciones o en términos más exactos una reducción de la capacidad adquisitiva de la moneda.

La forma de medir esta disminución de poder adquisitivo se hace en todo el mundo por ciertos índices estadísticos elaborados

sobre diversas técnicas de muestreo y coeficientes. Estos índices por agrupar esencialmente valores dispares y elegidos con cierto método .. pero aún así eclécticos .. varían de uno a otro. Así se llega a comprobar que el impacto de la inflación es mayor o menor según los sectores de la actividad económica que se mide. La Dirección de Estadísticas y Censos elabora índices de costo de la vida para un obrero; índice de precios mayoristas; índice de costo de la construcción y otros que son una apreciación diferente del mismo fenómeno. Por esto podemos deducir que el proceso inflacionario beneficia aparentemente a algunos sectores del país - Gobierno, Industria - ó en términos más correctos perjudica menos - y perjudica a otros sectores (tenedores de rentas fijas y clases pasivas de una Nación). Y digo que perjudica menos, porque la inflación perjudica a la larga siempre a un país, destruyendo ciertos fundamentos económicos y éticos en una Nación para los cuales através de las centurias no se han encontrado substitutos: EL AHORRO y otros sistemas de provisión y la homogeneidad de la medida de cambio. El ahorro porque es la única forma positiva a la larga de crear capitales y la homogeneidad de la medida porque si no se puede comparar o medir, prestándose al manipuleo y otros procesos raros que despojan a unos en beneficio de otros, o que hacen consumir lo que no es de uno. En la actualidad lo que permiten nuestros sistemas económicos y políticos es canalizar con más método el ahorro colectivo en beneficio de ciertas actividades que el Estado considera más importante forzar, de lo que la simple actividad económica haría...; pero también permite destruir en menor tiempo y generalmente con inutilidad el esfuerzo de una o varias generaciones educadas en los preceptos clásicos del orden y la seriedad.

si adquieren los mismos, estos se podrán realizar luego a mayor valor en dinero. Entonces sus fondos están congelados hasta que se presenta un comprador por el valor que se estima justo. Sin embargo esto frecuentemente no sucede porque la inflación va acompañada muchas veces de una aguda falta de liquidez en el mercado. Bajo mercado entiendo la valoración real que puede adquirir un bien en un momento determinado, independientemente y con prescindencia absoluta de la fijación de los mismos valores por consideraciones jurídico legales. Este ultimo motivo ha determinado a muchas personas buscar un tipo de inversión donde la renta llegue a permitir cubrir aunque sea en parte la inflación, sin perjuicio de la renta propia al capital al valor facial, y al mismo tiempo conservar un grado de liquidez suficiente.

En este caso se encuentran los papeles de renta variable, cuyo exponente más eficaz es la acción al portador de las Sociedades Anónimas, que aparentemente satisficán en cierta medida este deseo lógico.

Por este motivo me he abocado en el presente análisis al estudio de la pérdida de capital por el inversor en títulos mobiliarios de renta variable desde el punto de vista del inversor estable. Lógicamente también puede hacerse un análisis del impacto de la inflación sobre las empresas; los problemas que presenta la falta de liquidez querida o impuesta a las mismas y otros muchos aspectos

que merecen también un estudio especial.

Se trató de hacer un análisis del problema
Inflación en la Matemática Financiera, problema que no co-
nozco que se haya tratado desde este punto de vista con an-
terioridad.

Por lo tanto espero que el presente trabajo
cumpla con los fundamentos de toda tesis doctoral:

Estudio concreto - Investigación original - Labor
Independiente

- . -

en la Bolsa también allí llegan a alterarse los valores y canones y las apreciaciones se hacen subjetivas y al tanto, por haberse trastocado el elemento esencial : la estabilidad de la unidad de medida de cambio.

Debo remarcar a este respecto que en economía no hay una medida rígida e inflexible, sino que en esta disciplina que por su esencia es dinámica también tiene cierta fluidez en la apreciación de sus factores.

Este análisis toma entonces los elementos que se reflejan en la documentación vivida que deja la Bolsa de Comercio de la Ciudad de Buenos Aires y con un enfoque particular y limitativo a la situación argentina.

—•—



BIBLIOTECA

Finalidad del Estudio

ó

La Perdida de Capital Sufrida
por el Inversor en la Bolsa
de Comercio de Buenos Aires

Análisis de todas las acciones que cotizaron en 1944 y siguieron cotizando en 1953 en el Mercado de Valores de Buenos Aires.-

El presente trabajo tiene como finalidad analizar el resultado que tuvo un inversor, que teniendo 66 hace diez años en nuestro porvenir industrial y comercial adquirió acciones en la Bolsa de Comercio, y cual ha sido el resultado de su confianza.

En todos los casos se parte de la premisa que el inversor no es ni accionista mayoritario, ni director, ni tiene intereses directos o indirectos en los negocios o gestiones de la empresa que pudieran haberlo inducido para adquirir cierto paquete de acciones, sino su único interés está dado por el dividendo que pueda percibir como resultado de su ahorro e inversión.

Deseo destacar que los resultados a que llego en el presente análisis, solo tiene validez relativa para el inversor minoritario, ya que para él, el valor intrínseco de la empresa, su valor real en términos de inflación, sólo es de muy relativa importancia:

1) porque su inversión solo se mide en valores de adquisición del día, y no en los diversos factores que harían a una revaluación de estos activos.

Unicamente para el accionista mayoritario de una empresa es importante el valor real en términos de inflación de los activos porque le permitirá medir la real capacidad productiva de su empresa y su eventual transformación o liquidación.

2) Cuando la empresa distribuye dividendos adecuados al valor pesos en el momento del cierre de ejercicio, el valor real de la empresa solo tiene un interés secundario para el pequeño inversor, siempre que su inversión esté cubierta, ya que debe tenerse en cuenta que esta es el unico momento en el cual se comparan dos valores homogéneos : pesos dividendos y pesos acciones. Por ejemplo, por cada cien pesos valor nominal de la acción la empresa paga un dividendo del diez por ciento.

Por el momento no tengo en cuenta otras consideraciones como el valor sobre la par o debajo de la misma; dividendo en acciones, derechos de suscripción, etc.

El llamado valor real de una acción solo influye sobre el ánimo del inversor minoritario en las siguientes circunstancias :

a) cuando las leyes del país y la situación de la empresa llevan a una revaluación de los activos

b) cuando la situación de la empresa se debilita y debe acudir a la venta o realización de estos activos ocultos para mantener

la asamblea de accionistas a veces no tiene el coraje ni conocimientos generalmente de aclarar estos puntos y los pequeños accionistas tomen y muchas veces con razón, que el valor de su acción puede bajar x puntos con motivo de este tipo de interpelaciones, que de cualquier modo no mejoren su situación.-

Llegamos aquí a un punto crucial de todo el problema de inversión en el Mercado de Valores.

Si tomamos como dividendos normal y razonable el siete porciento anual de las debentures o acciones preferidas de mercado limitado, de venta y compra regular y cuya cotización ha fluctuado durante el lazo 1944 a 1953 siempre alrededor del valor nominal, como se explica que una acción que dá un veinte porciento se cotiza dentro de la jera bursatil entre 180 a 270 % según el papel? Matematicamente sería correcta la interpretación ya que siete por tres es igual a veinte y uno, y por lo tanto el titulo de cien pesos nominales debe valer en razón de su dividendo trescientos pesos. Sin embargo esto no es verdad, ya que el valor de un papel está dado por varios factores : su rendimiento en primer término. En segundo lugar por el riesgo de fluctuación de la cotización condicionado al dividendo del o de los próximos años. Resulta que aplicando la misma lógica anterior el inversor debe calcular la llave de este papel que se reduce para un rendimiento del catorce porciento al año siguiente y vale entonces únicamente doscientos pesos. Efectivamente el cálculo numérico es correcto,

aunque falso para el inversor que pagó en espera de frutos consecutivos de un 20 % precios que corresponden a un valor nominal del siete por-ciento por cada acción de cien pesos. El inversor prudente debe tener en cuenta la necesidad de constituir un fondo de reserva para esta fluctuación, que es tanto más probable cuanto más asciende la escala que aleja a la acción de su valor a la par. En tercer término el inversor está siempre dispuesto para hacer ciertos sacrificios con respecto al porcentaje de su dividendo pasándolo a la reserva por fluctuación de valores, si se trata de papeles de amplio mercado.

En cuarto lugar el inversor debe tener en cuenta el factor inflación. Generalmente no lo considera como lo hace con el impuesto a los réditos y/u otros impuestos de percepción más directa e inmediata. Si alguien afirmaría que prácticamente la inflación sería un impuesto a los réditos para él y cuando la inflación es mayor que el dividendo sería un impuesto al capital, diría que él no adquiere las acciones por sus dividendos pero que su utilidad estaría en la diferencia de puntos. Se presenta este problema en forma diferente para la empresa que como tal tiene un régimen patrimonial basado predominantemente en bienes, salvo casos especiales de bancos y compañías de seguros, que trabajan con valores que revisten características constantes en sus balances, eso es el peso al valor actual, y por esto no se han tenido en cuenta para este trabajo. Claro para el jugador profesional el peso invertido es peso destinado al azar, con la única diferencia que en la ruleta y los juegos bancados se conoce aproximadamente la chance de perder todo de golpe, mientras que la

Bolsa es para algunos muy entendidos un medio lucrativo de enriquecimiento mientras que para la gran mayoría es en períodos de inflación una muerte económica lenta, ya que la reducción de su capital durante la inflación es paulatina e influenciada por los dividendos y por las eventuales fluctuaciones del valor de los títulos, pero no por eso menos segura. El inversor pequeño no tiene por su exiguo paquete de acciones ingerencia en la marcha de la empresa, en su liquidación, expansión, reafirmación, etc. y es por este motivo que me he permitido analizar su situación para ver en que medida puede ser protegido, si merece tal protección, y cuál es la pérdida que representa para el país la descentralización en este sector. También surgirá que no es conveniente para el país mantener empresas con resultados reales negativos.

Espero que este análisis prevendrá a los inversores adquirir acciones cuando están muy lejos de la par y los rendimientos no permitan una amortización rápida de la flaca y una reserva para el impuesto al capital denominado "inflación". Tales efectos de la inflación pueden subsanarse parcialmente con revaluaciones patrimoniales que benefician tanto al inversor como a las empresas, porque permiten medir a la larga la real capacidad productiva de las mismas y de la Nación, mejorando así sus niveles y depurando los entes que trabajan en forma antieconómica. Es posible que el fisco tenga un perjuicio aparente por reducción de la capacidad tributaria, pero

creo que a la larga el único impuesto que sufriría realmente es el Impuesto a Los Beneficios Extraordinarios, que además de ser injusto, porque es un impuesto al más capaz, es una duplicación al impuesto al capital llamado inflación. Es por este motivo que el perjuicio fiscal es más aparente que real porque un capital consumido no puede producir nuevos réditos, o con muchas dificultades.-



BIBLIOTECA

Indice del Costo de la Vida base 1943

.....con cambio de base a 1944

Periodo	Base 1943	Base 1944	Aumento anual sobre 1944	Aumento porcentual tomando como base cada año anterior	Observaciones
1943	100,00	-	-	-	
1944	99,70	100,00	-	-	
1945	119,40	119,76	19,76	19,76	
1946	140,50	140,92	21,16	11,77	
1947	159,50	159,98	19,06	11,35	
1948	180,40	180,94	20,96	11,31	
1949	236,90	237,61	56,67	31,32	
1950	296,90	297,79	60,18	25,33	
1951	405,80	407,02	109,23	36,68	
1952	563,90	564,59	157,57	38,71	
1953	585,30	587,06	<u>22,47</u>	3,98	
			487,06		

Indice GeneraldeConstrucción

De acuerdo al trabajo de costo por m² de construcción preparado por la Dirección General de Estadísticas y Censos.

1943	100
1944	111,5
1945	132,8
1946	169,1
1947	224,6
1948	300,4
1949	386,1
1950	454,8
1951	565,1
1952	699,4
1953	705,3



BIBLIOTECA

Indice General Ajustadocon cambio de año base.

año	base = 1943	base = 1944	Aumento anual sobre base 44
1943	100		
1944	104,09	100	
1945	121,87	117,08	17,08
1946	148,74	142,90	25,82
1947	176,68	169,74	26,84
1948	209,75	201,51	31,77
1949	279,22	268,25	66,74
1950	349,27	335,55	67,30
1951	475,87	457,17	121,62
1952	654,53	628,81	171,64
1953	677,81	651,18	<u>22,37</u> 551,18

correspondiente a " alquiler " reemplazando las cifras indicadas por las que corresponden al costo de la construcción por metro cuadrado, publicado por la misma fuente oficial a principios de 1955, ya que el alquiler congelado no guarda relación con la inflación. Además el alquiler siempre está en relación con la renta presunta para una inversión de capital.

Se ha reducido el valor del dividendo al porcentaje que le corresponde en función de la inversión original al valor de plaza promedio para el año, base, convirtiendo los dividendos en acciones al valor peso del año del cierre del ejercicio y de acuerdo al promedio de precio establecido para este año por la Bolsa de Comercio. Esto no es siempre cierto por cuanto algunas sociedades recién han distribuido sus dividendos hasta con varios años de atraso, pero también debe tenerse en cuenta que estas acciones no se han cotizado por mucho tiempo ex-dividendo estando el dividendo no pagado implícitamente dentro de su valor. Estos ajustes así como otros menores no pueden cambiar substancialmente el panorama general, aunque tal vez en algo la situación de una que otras empresas, pero creo que es muy reducida su influencia sobre el resultado final, máxima que el mismo tiene un carácter experimental, y sólo tiene como finalidad tratar de abrir una nueva posibilidad de análisis a un problema tan agudo y modular.

La elección del período 1944-1953 tiene como motivo principal que los precios de las acciones al co

ahora fueron familiares y que necesitan nuevos aportes de capital afluyen a sus recintos en busca de los mismos.

He analizado el porcentaje de reservas que las empresas argentinas tienen con respecto a su capital nominal y que figuran en sus balances bajo esta denominación así como bajo la de fondos de previsión o provisión o denominaciones similares. En este análisis se advierte también que las reservas se han calculado proporcionalmente a las acciones ordinarias y preferidas, ya que no hay diferencia generalmente en el orden patrimonial entre un tipo y otro de acciones.

También se ha analizado el porcentaje que para el año 1953 asume la Reserva Ley 11.729 y su importancia en los balances, sin que esto significa desconocer que hay muchas empresas que se inclinan, especialmente cuando son muy grandes, a contabilizar como gastos del año los despidos que pudieran producirse en el mismo.

Además se encuentra calculado el porcentaje de giro de las acciones por su venta o negociación en la Bolsa de Comercio; índice que permite a un analizador cuidadoso sacar consecuencias de suma importancia.

Finalmente, se ha sumado los dividendos convertidos al año base para cada acción lo que permitió establecer un promedio de rendimiento de los valg

Funciones Matemáticas para
Calcular el Valor de las
Acciones

A : Terminología :

las minúsculas corresponden a los casos particulares
Las mayúsculas corresponden al conjunto de los casos
particulares (universo).

H = factor inflación

C = capital

R = rendimiento de las acciones

F = función de

B = Beneficio

I = interés

M = monto

L = reserva fluctuación de valores

Q = parte de interés o beneficio que se transforma en reserva fluctuación de valores.

B̄ = beneficio extraordinario o sobrebeneficio.

B : Definiciones:

$f(r)$ = es el resultado de la variable rendimiento más la constante
inflación en un período = $r+h$

$F(r)$ = es la suma de las variables rendimiento más las constantes
inflación en varios periodos = $\sum r + \sum h$

R = B+H El rendimiento es igual al beneficio más el factor
inflación. . . . B = R - H y por lo tanto el beneficio es
igual al rendimiento menos el factor inflación.

L = La reserva fluctuación es la parte del beneficio (B) o in-
terés (I) que acumulado forma el fondo de fluctuación de
valores y está compuesto por ; la diferencia entre el valor
del interés mínimo por la inversión, teniendo en cuenta que
se trata de fondos de liquidez inmediata y el beneficio (B)
o interés (I) total percibido en él o los ejercicios.

b = $i+\rho$ el beneficio particular es igual al interés más parte
que se transforma en la reserva para fluctuación de valores.

La inflación es una constante en un período.

El rendimiento es una variable del capital siendo el benefi-
cio un valor particular del rendimiento más la constante in-
flación.

Por lo tanto la constante inflación puede ser expresada en:

a) función del beneficio = $\frac{H}{B}$

b) función del capital base = $\frac{H}{B}$

c) función del capital e inflación acumulada al periodo
anterior

$$= \frac{H}{C + \sum_{t=1}^{n-1} H_t}$$

d) función del rendimiento = $\frac{H}{R}$

Debe tenerse en cuenta en este estudio que:

El beneficio es constante para la sociedad en un período pero
es variable a) para la sociedad en el tiempo, b) para las dis

//..

tintas sociedades en un período, y c) en varios periodos para la
sociedad y para todas las sociedades.



BIBLIOTECA

C : Funciones Matemáticas :

El rendimiento de una sociedad puede ser determinado de la siguiente manera:

a) Una sociedad en un período :

$$r_1 = f(c_1) = b_1 + h_1$$

b) Una sociedad en varios períodos (n) :

$$\begin{aligned} r_t = f(c_t) &= b_1 + h_1 + b_2 + h_2 + b_3 + h_3 + \dots + b_n + h_n = \\ &= \sum_{t=1}^n b_t + \sum_{t=1}^n h_t \end{aligned}$$

c) Este mismo planteo para varias sociedades en un período:

$$R_1 = F(c_1) = B_1 + H_1$$

d) Varias sociedades para varios períodos (n) :

$$\begin{aligned} R_t = F(C_t) &= B_1 + H_1 + B_2 + H_2 + B_3 + H_3 + \dots + B_n + H_n = \\ &= \sum_{t=1}^n B_t + \sum_{t=1}^n H_t \end{aligned}$$

Análisis de los Cálculos

a) Giro de Capitales

Según el cuadro adjunto la venta de títulos y acciones ordinarias de las noventa y tres sociedades que se analizaron fluctuó entre un máximo del 75,91 % del capital total denunciado en su año y un límite inferior del 14,48 % en otro año.

Si analizamos cuidadosamente esta cifra llegaremos a comprobar que en la mayoría de las sociedades la negociación de las acciones tiene montos inferiores al promedio general y sólo un número más reducido de acciones de las llamadas de amplio mercado y especulativas pasan este promedio holgadamente.

De esta cifra podemos deducir sin embargo dos cosas : primero que la mayoría de las acciones queda en manos muy firmes durante largos años y que por lo tanto las correspondientes sociedades usan a la Bolsa como un seguro para poder vender en el momento deseado preparando el correspondiente mercado, o inclusive por orgullo personal de sus Directores o dueños, de tener una Sociedad que cotiza en Bolsa. Segundo: que el capital de las sociedades que cotizan generalmente en Bolsa es demasiado reducido para la mayoría como para permitir un amplio mercado y al mismo tiempo una unidad y estabilidad de la conducción

de los negocios de la empresa por parte del Directorio que se ve afectado por el cambio de valor por pocos cientos de miles de pesos.-

b) Reservas

Las reservas viables de las sociedades han demostrado una excepcional unidad de criterio por parte de todas las empresas ya que las mismas han fluctuado normalmente alrededor de un 30 % sobre el valor nominal del Capital.

Los máximos en los diversos periodos llegaron al 40,20 % y el valor mínimo a un 24,09 %. Si se tiene en cuenta que la mayoría de las acciones se cotizan sobre la par, estos porcentajes de reserva se reducen visiblemente para el inversionista. Esta es una modalidad típica de una economía de inflación, un régimen de acciones con valor nominal y una política fiscal que grava a los beneficios que no se distribuyen, aunque sea para preservar la esencia del capital durante la época de inflación.

c) Reserva Ley 11.720

aunque se trata de una reserva que recién a partir de 1944 entra en vigor para la mayoría de las empresas industriales, su incidencia por medio de los balances llega nada más que a un 0,55%

por inversión en títulos o acciones ordinarias citado más arriba, un inversor medio que ha invertido sus fondos en forma proporcional en todas las acciones ordinarias que se cotizaban en 1944 en la Bolsa de Comercio y que se seguían cotizando a fines de 1953, ha perdido un 49,39 % ó un 54,33 % de su capital invertido de acuerdo al factor inflación no ajustado o ajustado. A pesar de un total de 194,74 % de dividendos promedio abonados por las Sociedades que cotizan a sus accionistas, ó sea una renta promedio del 19,40 % anual, nada despreciable en sí, sobre el valor original de inversión. Sin embargo, en otras palabras, un capital de 100 con el factor de inflación no ajustado queda reducido a un 50,61 % y con el factor ajustado con respecto a la habitación a un 45,70 % .(x)

Esta pérdida fluctua para las diversas sociedades y se puede ver en detalle en la hoja respectiva de cada una de las 95 empresas.

Esta pérdida de capital excluye toda retribución al capital invertido. Si se tiene que tener en cuenta que todo capital tiene el derecho de percibir una retribución por su uso en función del tiempo conviene estudiar los cálculos de matemáticas financieras y ver por la correspondiente planilla de S_n el resultado que ofrece el factor inflación en este tipo de problema. Ver página 66 y 34.

Para que el inversor no hubiese perdido su capital o parte del mismo, así como una retribución neta por su capital invertido (un siete por ciento anual), el capital final acumulado o monto pueda fluctuar para las diversas

(x) ver página 33.

Cuadro de Perdidas por Inflación

	Factor no ajustado puro	Factor no ajustado calculos	Factor ajustado puro	Factor ajustado calculos
1944	-	10,70	-	10,70
1945	- 16,49	- 3,70	- 14,59	- 5,47
1946	- 29,74	21,98	- 30,02	20,29
1947	- 37,49	28,59	- 41,09	21,24
1948	- 44,78	22,71	- 50,37	15,65
1949	- 57,91	- 4,32	- 62,72	- 7,34
1950	- 66,42	- 12,02	- 70,20	- 22,64
1951	- 75,45	- 22,78	- 78,18	- 39,45
1952	- 82,29	- 48,98	- 84,10	- 54,72
1953	- 82,97	- 49,30	- 84,64	- 54,30



Factor no ajustada $M^n = \sum_{ni}$ Factor ajustada

$$C = \frac{M^n}{\sum_{ni}}$$

$$C = \frac{\times}{43,81644796}$$

	Monto	Cuota anual	Monto	Cuota anual
Caso 1º:	70.-	7.-	70.-	7.-
" 2º:	96,72	7.-	96,72	7.-
" 3º:	357,76	40,32	621,76	44,96
" 4º:	583,78	42,25	647,00	46,89
" 5º:	648,06	46,35	727,65	52,07
" 6º:	686,78	49,71	767,56	55,55
" 7º:	687,76	47,77	717,84	53,62
" 8º:	837,76	46,11	721,18	52,75
" 9º:	667,59	48,32	729,00	52,76
" 10º:	757,19	54,25	835,47	60,47
" 11º:	797,59	57,22	851,37	61,62
" 12º:	797,31	57,71	878,79	63,56

posibilidades analizadas entre 557,06 a 878,09 por cada cien pesos invertidos. La cuota o retribución anual promedio que se capitalizaría a interés compuesto y también en un todo de acuerdo a la mencionada tabla fluctuaría entre el 40,32 % al 83,55 % anual libre de todo impuesto tasa o carga de cualquier denominación. ¿ Hay algún ente económico que haya podido pagar este beneficio promedio sobre más 100.- y no sobre una acción sobrevalorada que pagaría una llave tan alta que destruye el rendimiento que teóricamente pudiera llegar a cubrir ?

f) La Bolsa como Institución donde las Empresas pueden obtener nuevos medios financieros

El cuadro de capitales nominales de las 93 sociedades demuestra que en líneas generales la mayoría de ellas no ha hecho uso del Mercado de Valores para obtener nuevos capitales para sus necesidades financieras.

La tasa de afluencia de nuevos capitales es para el caso del factor inflación no ajustado sólo del 4,60 % en valor de 1944 y para el factor inflación ajustado del 4,07 %. Esto supone lógicamente que todos los dividendos se han abonado en acciones, cosa que no sólo no es del todo exacto, pero por el otro lado hemos convertido los dividendos en acciones a las cotizaciones promedio de los

años correspondientes, cuando estas nuevas acciones a su vez reportaron dividendos en acciones.

Por lo tanto puede tomarse esta tasa sólo como una indicación general, pero que demuestra claramente que las empresas han preferido la financiación bancaria por vía del redescuento a la afluencia de nuevos capitales.

c) Nivel de precio promedio de Cotización de Acciones.

La cotización promedio para las acciones analizadas era en 1944 del 171,11 % sobre el valor nominal. En cifras absolutas correspondía a un valor nominal del monto del capital de 749.704.000 .- \$ y un promedio de cotización de m\$n 1.282.802.000.-

Para el año 1953 el porcentaje fué del 151,33 % correspondiendo a un total de valor nominal de m\$n 2.429.907.000.- la suma del promedio de las cotizaciones de m\$n 3.677.168.000 .-

Por lo tanto el inversor no ha tenido beneficios por diferencia de puntos en estos diez años.-

Política a seguir

Mucho se ha hablado sobre la revaluación de créditos. Creo que este trabajo es la justificación más completa que puede haber para este problema crucial del momento actual. Pero no quiero decir con esto que la revaluación deba hacerse al arbitrio de cada compañía o Directorio, ya que esto daría lugar frecuentemente a los abusos más serios. Como éste trabajo no tiene por finalidad proyectar una revalorización de revaluo, deseo señalar un solo caso: en muchas empresas las reservas están ya amortizadas y por lo tanto la revaluación de las mismas lógicamente debería ir acompañada por el aumento correlativo en el pasivo en la cuenta Reserva para Amortizaciones. Por lo tanto la revaluación debe hacerse permitiendo un aumento de valor ^{de} aquellos bienes que realmente lo tengan. Así es que hay muchos bienes que están sobrevalorados por el sólo hecho de que no se permite su libre introducción en el país y desde una sola vez u en el Banco Central o resolución administrativa puede devaluarse o revalorarse todo un activo fijo o circulante de una empresa (Bienes de uso, Amortizaciones o Bienes de cambio).

Como primer paso, y aunque sea en forma estimativa, todas las empresas deberían hacer

para sus accionistas una revaluación honesta de sus activos y presentar un balance que demuestre si la empresa realmente trabaja con pérdidas o tenga déficits ocultos.

Las únicas empresas que se han beneficiado con la inflación son las compañías de seguros, los Investment Trusts o entidades similares que tienen un capital propio reducido, pero cuya pérdida por inflación está ampliamente compensada por la diferencia entre la pérdida real y la aparente de sus reservas, depósitos y/u otros conceptos invertidos en bienes, y donde sólo responden por el valor facial pero no por el contenido del pasivo de acuerdo a la fecha de su concertación.

La revaluación de los activos debe hacerse lógicamente en el momento oportuno. No sólo sería poco ventajoso para el inversor revaluar en momentos que esta medida tiene como única consecuencia aumentar la inflación, sino que puede conducir a un perjuicio mayor que el que actualmente tiene.

Para revaluar es necesario contar con una cierta estabilidad monetaria, y entonces algunas legislaciones de países que ya la han hecho, pueden ser una guía por la experiencia recogida, pero no debe ser más que esto.

si a pesar de los esfuerzos que rea-

liza la Nación, y que bien merecen el éxito que tan laudable y saludable propósito como es la estabilización monetaria no llega a cumplirse, la solución alemana de post-guerra 1947-1949 puede llegar a ser tal vez un remedio para el problema inflatorio argentino. Una medida como la última siempre va acompañada de ciertas otras altamente impopulares.

De todos modos la revaluación como paliativo parcial debe ser estudiada cuidadosamente por su gravitación en los otros factores de la economía de la Nación.

Se sostiene que el precio actual de las acciones corresponde a un revalúo implícito. Puede ser cierto hasta un límite determinado, pero de ninguna manera es un argumento de peso para no hacer la revaluación en el momento oportuno.

Personalmente creo que debe hacerse en su momento una revaluación de acuerdo a los índices accesibles en su oportunidad. Este momento puede llegar más rápidamente de lo esperado. No debe olvidarse que también el factor psicológico tiene influencia en la economía.

Otra medida necesaria sería la de admitir a la cotización únicamente aquellas empresas que tengan un capital accionario suficientemente grande como para evitar que el costo de un Directorio que se ocupa acti-



BIF

vamente de la gestión de la Empresa no grave en exceso los beneficios normales de una empresa.

Y, finalmente, la obligación de toda sociedad que coticen en la Bolsa de Comercio de entregar poco a poco una mayor cantidad de acciones actualmente en poder de un reducido número de accionistas, al público, para interesarlo y hacerlo participe en el progreso de estos entes.

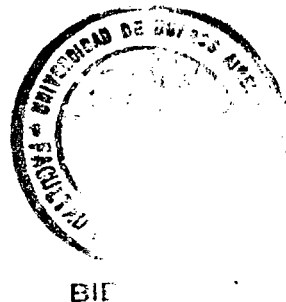
- . -

R e f l e x i ó n F i n a l

Deseo hacer una consideración final
para el inversor en papeles de renta variable.

Toda inversión debe tener un precio que permita recuperar al capital más la amortización de la llave del sobreprecio y no adquirir acciones a valores exagerados. El capital accionario es un elemento de financiación de empresa demasiado valioso como para ser arriesgado inútilmente en especulaciones improductivas. No se debe perder de vista que el inversor en acciones se reclutará a la larga principalmente de la clase media para abajo, que invertirá sus pocos ahorros libres en estos valores mobiliarios, más que por el conocimiento mismo sobre la empresa por la fé que le inspira el comisionista de bolsa o su consejero financiero. Las clases más pudientes, debido a la excesiva carga impositiva, irán poco a poco y dentro de lo posible a inversiones de control más seguro y con menos riesgo por el esfuerzo que demanda actualmente recuperar una pérdida de capital.

Pero si desde ahora no comienzan a educarse lentamente los inversores en estos principios y no se los previene contra precios excesivos en un nuevo derrumbe bursátil que lleve sus consecuencias a un círculo más amplio de pequeños inversores, y cuyo capital puede



quedar reducido a una fracción muy pequeña de su inversión original, puede también llegar a afectar seriamente un sistema económico y político.-

- . -

Clave para las páginas de cálculos

de izquierda a derecha:

Los números corresponden a la clave de acciones según se puede ver en las páginas correspondientes.

- Columna 1 = capital nominal
- " 2 = porcentaje de giro
- " 3 = producto de 1 x 2
- " 4 = porcentaje de reserva
- " 5 = producto de 1 x 4
- " 6 = Reserva Ley 11.729
- " 7 = Producto 1 x 7
- " 8 = Capital al precio promedio del año 1944
- " 9 = Dividendos del año
- " 10 = producto de 8 x 9
- " 11 = Dividendos acumulados
- " 12 = producto de 8 x 11
- " 13 = Utilidad o pérdida en porcentaje no ajustado del año
- " 14 = producto de 8 x 13
- " 15 = Utilidad o pérdida en porcentaje no ajustado acumulado
- " 16 = producto de 8 x 15
- " 17 = Utilidad o pérdida en porcentaje ajustado del año
- " 18 = producto de 8 x 17
- " 19 = Utilidad o pérdida en porcentaje ajustado acumulado al año
- " 20 = producto de 8 x 19

Luego -- suman las distintas columnas y se obtienen los promedios ponderados generales que se encuentran al pie de cada año, y que se han resumido en una planilla analítica general con la misma nomenclatura básica.

Lista de las Acciones analizadas

y clave

Clave

Sociedad

- 1 Adot
- 2 Anglo Argentine Investment Trust
- 3 Arenera del Vizcaino
- 4 Argentina de Comodoro Rivadavia
- 5 Argentina de Edificación
- 6 Argentina de Fomento
- 7 Argentina de Pesca
- 8 Argentina de Teléfonos
- 9 Arizú, Bodegas y Viñedos
- 10 Astra, Compañía Argentina de Petróleo
- 11 Azucarera Argentina
- 12 Bagley y Cía. Ltd. M.S.
- 13 Benegas Hermanos y Cía.Ltd.
- 14 Buenos Aires Building Society
- 15 Café Bonafide
- 16 Calera Avellaneda
- 17 Campos y Quebrachales Puerto Sastre
- 18 Cantábrica La, Metalúrgica Ind.y Com.
- 19 Casa Iturrat S.A. Comercial
- 20 Celulosa Argentina
- 21 Cinzano y Cía. Ltd.
- 22 Caerfire - Consorcio Argentino Financiero y Reaseguros
- 23 Cofia, Comercial Financiera e Industrial Arg.
- 24 Colonia Real del Padre
- 25 Compañía Industrial de Electricidad
- 26 Constructora Americana, La,

//..
Clave

Sociedad

- 27 Crédito Español del Rio de la Plata
- 28 Crédito Financiero y Mandatario
- 29 Crédito Mobiliario Argentino
- 30 Cristalerías Papini
- 31 Cristalerías Rigolleau
- 32 De Lorenzi Ltda., Victorio y Esteban
- 33 Droguería de la Estrella Ltda.
- 34 Droguería Franco-Inglesa
- 35 Ehlert Nash Motor S.A.
- 36 El Globo, Destilería Bodegas y Viñedos
- 37 Empresa Editorial Haynes
- 38 Entrerriana de Teléfonos
- 39 Estancias El Albardón
- 40 Estancia La Peregrina
- 41 Estancia y Colonias Trenel
- 42 Estancias y Tierras del Pilagá
- 43 Fábrica Argentina de Alpargatas
- 44 Fármaco Argentina, La
- 45 Ferrum, Industria Argentina de Metales
- 46 Fèvre y Basset Ltda. S.A.
- 47 Financiera e Inmobiliaria del Río de la
Plata
- 48 Fivap, Financiera de Ventas a plazo
- 49 Fomento Urbano y Rural
- 50 Fundación y Talleres La Unión
- 51 Garovaglio y Zorraquín
- 52 General Fósforos Sud-Americanas
- 53 General Fabril Financiera



512

ClaveSociedad

54	Goffre, Carbone & Cia.
55	Hoteles Argentinos
56	Hulytego, Ind. Hules y Telas Engomadas
57	Iggam S.A. Industrial
58	Importadora y Exportadora de la Patagonia
59	Industrias Argentinas del Papel
60	Introdutora de Buenos Aires
61	Italar S.A., Ind. Textil Algodonera Arg.
62	Italo-Argentina de Electricidad
63	Kraft, Guillermo Ltda.
64	Lagorio y Cia. Ltda. S.A.
65	La Negra Rey Basadare
66	La Vascongada
67	Ledesma Sugar Estate & Refining Co. Ltd.
68	Loma Negra Cia., Ind. Arg.
69	Mackinnon y Coehlo Ltda.
70	Magnasco y Cia., Luis
71	Manufactura Tabaco Particular V.F.Grego
72	Masllorens Hnos., Hilados y Tejidos
73	Mercado Central de Frutos
74	Mercado de Títulos y Cambios de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires
75	Molinos Río de la Plata
76	Padilla Guillermo
77	Palmas del Chaco Austral, Las
78	Papelera Argentina, La
79	Peuser Ltda., Casa Jacobo
80	Philco Argentina



ClaveSociedad

81	Piccerdo y Cía.Ltd. Manufactura de Tabaco
82	Platt, Establecimientos Gráficos
83	Puerto de San Nicolás
84	Saeta, Elaboración de alambre
85	Safyr, Financiera y Rural
86	Sansinena, Carnes y Derivados, Cía.
87	Sedalana, Fábrica de Tejidos y Art. de punto
88	Siam, Sociedad Industrial de Maquinarias Di Tella Ltda.
89	Sol, Explotación de Petróleo
90	Talleres Metalúrgicos San Martín TARET
91	Telefónica Interprovincial
92	Termas de Villavicencio
93	Ventas Sedalana - Lonseda

Lista de Sociedades que cotizaron en la Bolsa en 1944 y no llegaron a 1953

Las siguientes sociedades cotizaron sus acciones en 1944 pero por diversos motivos, que se enuncian para cada una de las empresas, se retiraron de la Bolsa de Comercio durante estos diez años que se analizan.

E m p r e s a	M o t i v o y f e c h a d e s u r e t i r o
Americana de Luz y Tradición	1 de enero de 1949 a solicitud de la Sociedad
Argentina de Innovación Bédere	14 de septiembre de 1949 por Decreto del Poder Ejecutivo
Argentine Lands and Industries Ltd.	21 de septiembre 1949 a solicitud de la Sociedad
Crédito Argentino-Uruguayo	1948
Crédito Edificador y Pavimentador	19 de octubre 1951 a solicitud de la Sociedad
Crédito Inmobiliario Argentino	9 de abril de 1951 a solicitud de la Sociedad
Crédito Territorial de Santa Fé	27 de junio 1949 a solicitud de la Sociedad
Edificador Rosarino	18 de junio 1953 a solicitud de la Sociedad
Emalco Industrial y Comercial	24 de enero 1951 por resolución de la H. Comisión de Valores
Estancia Pulmarí Ltda.	1 de marzo 1948 a solicitud de la Sociedad
Inmobiliaria de Buenos Aires	9 de abril de 1951 a solicitud de la Sociedad
Manufactura Algodonera Argentina	7 de abril 1948 por Decreto del Poder Ejecutivo
Telefonica Argentina	23 de marzo de 1951 por haber sido devogado su funcionamiento por el Poder Ejecutivo

••

Vernochi Hnos.

1 de enero 1948 a solicitud
de la Sociedad

Excepciones no incluidas en
el Analisis

De todas las acciones ordinarias que se han cotizado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en 1944 y que siguieron cotizándose en 1953, a parte de las Compañías de Seguros y los Bancos, sólo dos acciones no se han incluido en el presente trabajo:

Catalinas W. y M. Co. Lt.

Título en Libras. Sociedad cuyo balances no se han publicado por varios años y no se han podido obtener.

La Industrial Paraguaya

Sociedad de amplio mercado, pero cuya actividad y valores se contabiliza en Guaraníes y por lo tanto no está influenciada sólo por la fluctuación de nuestra moneda sino por la paraguaya.



BIF

Resumen

Acciones analizadas	95
Acciones excluidas	2
Acciones retiradas	<u>14</u>
<u>Total de Acciones:</u>	109

De un total de ciento nueve acciones catorce se retiraron por diversos motivos de la Bolsa de Comercio esto es un 12,84 %; dos se excluyeron (1,83 %) y noventa y tres se analizaron (85,33 %).

Caso Primero:

Interés Simple

partimos de la premisa que al capital invertido de \$100 - en 1944 gana un beneficio del 7% anual cuyo fruto como renta es consumible y por lo tanto no se capitaliza.

$$C(1+ni) = 100(1+10 \cdot 0,07) = 100 + 70 = 170$$

por lo tanto el interés es de \$70.-

Caso Segundo:

Interés Compuesto

se parte de la premisa que al capital invertido en 1944 de \$100.- gana un beneficio del 7% anual cuyo fruto no se consume sino se reinvierte esto es se capitaliza:

$$C(1+i)^n = 100(1+0,07)^{10} = 100 \cdot 1,967151 = 196,72$$

por lo tanto el interés acrecido es de \$96,72 por el tiempo transcurrido.-

Caso Tercero:

Interés simple sus intereses por el
factor Inflación (h)

Las premisas anteriores consideran que el capital no sufre cambios en su estructura y por lo tanto su valor intrínseco no varía. En esta premisa como en las que siguen C o capital invertido está sujeto a las fluctuaciones de valor que se corrigen de período en período de tiempo. En este caso concreto se toma como período el año calendario.

Se construiría la siguiente tabla:

1° período	$C + i$	
2° período	$i + h_1$	
3° período	$i + h_2$	
4° período	$i + h_3$	
5° período	$i + h_4$	
6° período	$i + h_5$	
7° período	$i + h_6$	
8° período	$i + h_7$	
9° período	$i + h_8$	
10° período	$i + h_9$	$= C + 10i + \sum_{t=1}^9 h_t$

En nuestro caso concreto tenemos de alternativas para los factores de inflación: a) el no ajustado y b) el ajustado

$$a) M^n = C + 10i + \sum_{t=1}^9 h_t = 100 + 10 \times 0,07 + 487,06 = 657,06$$

Por lo tanto el capital al final de los 10 años es igual a \$ 587,06
los frutos percibidos a interés simple \$ 70.-

$$b) M^n = C + 10i + \sum_{t=1}^9 h_t = 100 + 10 \times 0,07 + 551,18 = 721,18$$

por lo tanto el capital al final de los 10 años es igual a \$ 651,18
y los frutos percibidos a interés simple \$ 70.-

Caso Cuarto:

Interés compuesto sin ajuste por el factor inflacionario.

En esta premisa parte del punto de vista que los frutos se capitalizan con respecto al capital inicial y además hay un acrecentamiento para llegar al valor real del capital inicial inicial que está dado por el factor inflacionario.

Para los diversos períodos las ecuaciones quedarían de la siguiente manera:

1° Período	$C(1+i)$	$= C(1+i)$
2° "	$C(1+i)^2 + h_1$	$= C(1+i)^2 + h_1$
3° "	$C(1+i)^3 + h_1 + h_2$	$= C(1+i)^3 + h_1 + h_2$
4° "	$C(1+i)^4 + h_1 + h_2 + h_3$	$= C(1+i)^4 + h_1 + h_2 + h_3$
5° "	$C(1+i)^5 + h_1 + h_2 + h_3 + h_4$	$= C(1+i)^5 + h_1 + h_2 + h_3 + h_4$
6° "	$C(1+i)^6 + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5$	$= C(1+i)^6 + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5$
7° "	$C(1+i)^7 + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6$	$= C(1+i)^7 + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6$
8° "	$C(1+i)^8 + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6 + h_7$	$= C(1+i)^8 + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6 + h_7$
9° "	$C(1+i)^9 + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6 + h_7 + h_8$	$= C(1+i)^9 + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6 + h_7 + h_8$
10° "	$C(1+i)^{10} + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6 + h_7 + h_8 + h_9$	$= C(1+i)^{10} + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6 + h_7 + h_8 + h_9$

y la ecuación general para cualquier período:

$$M^n = C(1+i)^n + \sum_{t=1}^{n-1} h_t$$

En nuestro caso para a) el factor inflacionario no ajustado:

$$M^{10} = C(1+i)^{10} + \sum_{t=1}^9 h_t = M^{10} = C(1,07)^{10} + 487,06 = 196,72 + 487,06 = 683,78$$

De este importe corresponden \$ 587,06 al capital con factor inflacionario no ajustado y \$ 96,72 por intereses compuestos acumulados.

b) el factor inflacionario ajustado:

$$M^{10} = C(1+i)^{10} + \sum_{t=1}^9 h_t = C(1,07)^{10} + 551,18 = 196,72 + 551,18 = 747,90$$

De este importe corresponden \$ 551,18 al capital con factor inflacionario ajustado y \$ 96,72 a intereses compuestos acumulados. -

Caso Quinto:

Interés simple para el capital original é
interés simple para cada ajuste por inflación

Después de analizar las premisas anteriores habría que plantearse:

¿ Si el capital original ha perdido substancia por el transcurso del tiempo y como consecuencia de la inflación y cuando esta

substancia se repone por el valor de la pérdida de la misma al final de cada período de tiempo, corresponde que el interés

se produzca también sobre los valores de capital reajustados

En caso afirmativo y dentro de nuestra premisa anunciada

en el epígrafe para la capitalización a interés simple tendríamos:

mos:

1° Período:	$C + i$
2° " :	$+ i + h_1$
3° " :	$+ i + h_1 + h_2$
4° " :	$+ i + h_1 + h_2 + h_3$
5° " :	$+ i + h_1 + h_2 + h_3 + h_4$
6° " :	$+ i + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5$
7° " :	$+ i + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6$
8° " :	$+ i + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6 + h_7$
9° " :	$+ i + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6 + h_7 + h_8$
10° " :	$+ i + h_1 + h_2 + h_3 + h_4 + h_5 + h_6 + h_7 + h_8 + h_9$

$$M^n = C(1+in) + \sum_{t=1}^n h_t + (n-2)(h_1i) + (n-3)(h_2i) + (n-4)(h_3i) + (n-5)(h_4i) + (n-6)(h_5i) + (n-7)(h_6i) + (n-8)(h_7i) + (n-9)(h_8i) = C(1+in) + \sum_{t=1}^n h_t + i[(n-1)h_1 + (n-2)h_2 + (n-3)h_3 + \dots + (n-7)h_7 + (n-8)h_8] =$$

reemplazando valores para:
a) Factor inflación no ajustado.

$$\begin{aligned} M^n &= 100 \cdot (1 + 0,07 \cdot 10) + 487,06 + 0,07[(8 \cdot 19,76) + (7 \cdot 21,16) + (6 \cdot 19,06) \\ &\quad + (5 \cdot 20,96) + (4 \cdot 56,67) + (3 \cdot 60,18) + (2 \cdot 109,23) + 157,57] \\ &= 100 \cdot 1,70 + 487,06 + 0,07[158,08 + 148,12 + 114,36 + 104,80 + 226,68 \\ &\quad + 180,54 + 218,46 + 157,57] \\ &= 170 + 487,06 + 0,07 \cdot 1.308,61 = 170 + 487,06 + 91,60 \\ &= 748,66 \end{aligned}$$

de este importe corresponden al capital con Factor Inflación no ajustado \$587,06 y al interés simple acumulado \$161,60

b) Factor Inflación ajustado:

$$\begin{aligned}
 M^n &= 100(1 + 10 \cdot 0,07) + 551,18 + 0,07 [(8 \cdot 17,08) + (7 \cdot 25,82) + (6 \cdot 36,84) + \\
 &\quad + (5 \cdot 31,77) + (4 \cdot 66,74) + (3 \cdot 67,30) + (2 \cdot 121,62) + 171,64] \\
 &= 170 + 551,18 + 0,07 (136,64 + 180,74 + 161,04 + 158,85 + 266,96 + \\
 &\quad + 201,90 + 243,24 + 171,64) = 170 + 551,18 + 0,07 \times 1.521,01 = \\
 &= 170 + 551,18 + 106,47 \\
 &= 827,65
 \end{aligned}$$

de este importe corresponden al capital con factor inflación ajustado \$651,18 y a interés simple acumulado \$176,47 -

Caso Sexto:

Interés compuesto para el capital original e
Interés compuesto para cada ajuste por inflación

La misma premisa del caso quinto pero con capitalización a interés compuesto en lugar del interés simple:

Para los demás y diversos períodos las ecuaciones quedarían de la siguiente manera:

- Primer Período : $C(1+i)$
- 2° Período : $C(1+i)^2 + h_1$
- 3° " : $C(1+i)^3 + \sum_{t=1}^2 h_t + h_1(1+i) - h_1$
- 4° " : $C(1+i)^4 + \sum_{t=1}^3 h_t + h_1(1+i)^2 + h_2(1+i) - \sum_{t=1}^2 h_t$
- 5° " : $C(1+i)^5 + \sum_{t=1}^4 h_t + h_1(1+i)^3 + h_2(1+i)^2 + h_3(1+i) - \sum_{t=1}^3 h_t$
- 6° " : $C(1+i)^6 + \sum_{t=1}^5 h_t + h_1(1+i)^4 + h_2(1+i)^3 + h_3(1+i)^2 + h_4(1+i) - \sum_{t=1}^4 h_t$
- 7° " : $C(1+i)^7 + \sum_{t=1}^6 h_t + h_1(1+i)^5 + h_2(1+i)^4 + h_3(1+i)^3 + h_4(1+i)^2 + h_5(1+i) - \sum_{t=1}^5 h_t$
- 8° " : $C(1+i)^8 + \sum_{t=1}^7 h_t + h_1(1+i)^6 + h_2(1+i)^5 + h_3(1+i)^4 + h_4(1+i)^3 + h_5(1+i)^2 + h_6(1+i) - \sum_{t=1}^6 h_t$
- 9° " : $C(1+i)^9 + \sum_{t=1}^8 h_t + h_1(1+i)^7 + h_2(1+i)^6 + h_3(1+i)^5 + h_4(1+i)^4 + h_5(1+i)^3 + h_6(1+i)^2 + h_7(1+i) - \sum_{t=1}^7 h_t$
- 10 " : $C(1+i)^{10} + \sum_{t=1}^9 h_t + h_1(1+i)^8 + h_2(1+i)^7 + h_3(1+i)^6 + h_4(1+i)^5 + h_5(1+i)^4 + h_6(1+i)^3 + h_7(1+i)^2 + h_8(1+i) - \sum_{t=1}^8 h_t$

y la ecuación general para cualquier período:

$$M^n = C(1+i)^n + \sum_{t=1}^{n-1} h_t + h_1(1+i)^{n-2} + h_2(1+i)^{n-3} + h_3(1+i)^{n-4} + h_4(1+i)^{n-5} + h_5(1+i)^{n-6} + h_6(1+i)^{n-7} + h_7(1+i)^{n-8} + h_8(1+i)^{n-9} - \sum_{t=1}^{n-2} h_t$$

$$= C(1+i)^n + \sum_{t=1}^{n-1} h_t + \sum_{t=1; p=n-2}^{n-2; 1} h_t(1+i)^p - \sum_{t=1}^{n-2} h_t$$

$$= C(1+i)^n + h_{n-1} + \sum_{t=1; p=n-2}^{n-2; 1} (1+i)^p h_t$$

reemplazando valores para:

a) factor inflación no ajustado:

$$\begin{aligned}
 M^n &= 100 (1,07)^{10} + \sum_{t=1}^9 h_t + \sum_{t=1}^9 \frac{8;1}{p=8} h_t (1,07)^t - \sum_{t=1}^9 h_t \\
 &= 100 (1,07)^{10} + 487,06 + \sum_{t=1}^9 \frac{8;1}{p=8} h_t (1,07)^t - \sum_{t=1}^9 h_t \\
 &= 100 (1,07)^{10} + 487,06 + [19,76 \times 1,07^8 + 21,16 (1,07)^7 + 19,06 (1,07)^6 + \\
 &\quad + 20,96 (1,07)^5 + 56,67 (1,07)^4 + 60,18 (1,07)^3 + 109,23 (1,07)^2 + 157,57 \\
 &\quad \times 1,07] - 464,59 \\
 &= 100 \times 1,967151 + 487,06 + [19,76 + 1,718.186 + 21,16 \times 1,605781 + 19,06 \cdot 1,500730 \\
 &\quad + 20,96 \times 1,402.552 + 56,67 \times 1,310.796 + 60,18 \times 1,225.043 + 109,23 \times \\
 &\quad \times 1,144.900 + 157,57 \times 1,070.000] - 464,59 \\
 &= 196,7151 + 487,06 + [19,76 \cdot 1,718.186 + 33,98 + 28,60 + 29,40 + 74,28 + \\
 &\quad + 73,72 + 125,06 + 168,60] - 464,59 \\
 &= 196,72 + 487,06 + 567,59 - 464,59 \\
 &= 196,72 + [487,06 - 464,59] + 567,59 \\
 &= 786,78
 \end{aligned}$$

de este importe corresponden al capital con factor inflación no ajustado \$587,06 y a intereses compuestos acumulados \$199,72

b) Factor inflación ajustado:

$$\begin{aligned}
 M^n &= 100 (1,07)^{10} + \sum_{t=1}^9 h_t + \sum_{t=1}^9 \frac{8;1}{p=8} h_t (1,07)^t - \sum_{t=1}^9 h_t \\
 &= 100 (1,07)^{10} + 551,18 + [17,08 (1,07)^8 + 25,82 (1,07)^7 + 26,84 (1,07)^6 + \\
 &\quad + 31,77 (1,07)^5 + 66,74 (1,07)^4 + 67,30 (1,07)^3 + 121,62 (1,07)^2 + 171,64 (1,07)] \\
 &\quad - 528,81 \\
 &= 100 (1,967.151) + 551,18 + [17,08 \cdot 1,718.186 + 25,82 \cdot 1,605.781 + 26,84 \cdot 1,500.730 + \\
 &\quad + 31,77 \cdot 1,402.552 + 66,74 \cdot 1,310.796 + 67,30 \cdot 1,225.043 + 121,62 \cdot 1,144.900 + \\
 &\quad + 171,64 \cdot 1,070.000] - 528,81 \\
 &= 196,7151 + 551,18 + [29,35 + 41,46 + 40,28 + 44,56 + 87,48 + 82,45 + \\
 &\quad + 139,24 + 183,65] - 528,81 \\
 &= 196,72 + 551,18 + 648,47 - 528,81 \\
 &= 867,56
 \end{aligned}$$

de este importe corresponde al capital con factor inflación ajustado \$651,18 y al interés compuesto acumulado \$216,38

Caso Séptimo:

39

Interés simple para el capital e interés compuesto para el factor inflación

Dentro de las diversas combinaciones que pueden adoptarse existe la hipótesis del rubro que toma al interés del capital no modificado por factores de inflación como una renta consumible y capitaliza al interés sobre el factor inflación. En este supuesto la formulación matemática quedaría como sigue:

Para el primer período: $C + i$

Para el segundo período: $C + 2i + h_1$

Para el tercer período: $C + 3i + \sum_{t=1}^2 h_t + h_1(1+i) + h_1$

Para el cuarto período: $C + 4i + \sum_{t=1}^3 h_t + h_1(1+i)^2 + h_2(1+i) - \sum_{t=1}^2 h_t$

Para el décimo período: $C + 10i + \sum_{t=1}^9 h_t + \sum_{t=1; p=9}^9 h_t (1+i)^p - \sum_{t=1}^{n-2} h_t$

ó en términos generales:

$$M^n = C(1+ni) + h_{n-1} + \sum_{t=1; p=9}^9 h_t (1+i)^p$$

reemplazando valores para:

a) Factor inflación no ajustado:

$$\begin{aligned} M^{10} &= 100(1+0,07 \cdot 10) + 22,47 + 567,59 \\ &= 170 + 22,47 + 567,59 \\ &= 760,06 \end{aligned}$$

de este importe corresponden al capital con factor inflación no ajustado \$587,06; al interés simple sobre el capital no modificado \$70.- y al interés compuesto sobre el factor inflación no ajustado para este período: \$103.-

b) Factor inflación ajustado:

$$\begin{aligned} M^{10} &= 100(1+10 \times 0,07) + 22,37 + 648,47 \\ &= 170 + 22,37 + 648,47 \\ &= 840,84 \end{aligned}$$

de este importe corresponden al capital con factor inflación ajustado \$651,18; al interés compuesto sobre el factor inflación ajustado para este período \$119,66 y al interés simple sobre el capital no modificado \$70.-

Interés simple para el Capital; sin interés para el factor inflación y sin interés para la reserva de fluctuación.

En este caso, en que el dividendo es superior al que se considera normal y por lo tanto se acumula el exceso en lugar de consumirlo para hacer frente con el fondo así creado a la eventual fluctuación del valor de la acción.

$$M^n = C(1+in) + \sum_{t=1}^{n-1} h_t + \sum_{t=1}^n \xi_t$$

cuando $\sum_{t=1}^n \xi_t$ tiene valores dispares para cada período

$$M^n = C(1+in) + \sum_{t=1}^{n-1} h_t + n\xi_t$$

cuando ξ_t es constante en los t períodos $\therefore u = i + \frac{F}{100}$

En la práctica tenemos el resultado de la ecuación del caso 3.

a) para el factor inflación no ajustado:

$$\text{en este caso } : u = 0,07 + \frac{9}{100}$$

$$M^n = 170 + 487,06 + \sum_{t=1}^n \xi_t$$

cuyo último término debe ser superior en cada período a $i+h$ \therefore renta $-(i+h) = \xi$

$$= 170 + 487,06 + 80$$

$$= 737,06$$

b) para el factor inflación ajustado:

$$u = 0,07 + \frac{9}{100} = 0,07 + 0,08$$

$$M^n = 170 + 551,18 + \sum_{t=1}^n \xi_t$$

cuyo último término debe ser superior en cada período a $i+h$ \therefore renta $-(i+h) = \xi$

$$= 170 + 551,18 + 80$$

$$= 801,18$$

Interés simple para el capital; sin interés para el factor inflación y con interés compuesto para la reserva de fluctuación.

El fundamento de este caso es similar al caso octavo pero se ajusta a la siguiente premisa:

- El capital base tiene una renta consumible por lo tanto interés simple
- El factor inflación es la recuperación anual de valor
- La reserva fluctuación por ser un proceso típico de capitalización lleva interés compuesto

$$M^n = C(1+ni) + \sum_{t=1}^{n-1} h_t + \xi s_{\overline{n}|i}$$

donde se parte de la premisa de que en la capitalización de la reserva de fluctuación se trata de valores constantes a través de los n períodos: por ejemplo hay x por ciento superior al factor inflación h . Este x por ciento está compuesto por el interés normal i y el sobrebeneficio que constituye al fondo de reserva de fluctuación ξ .

$$b = i + \xi \quad \text{y} \quad s_{\overline{n}|i} = \frac{\xi(1+i)^n - \xi}{i}$$

por lo tanto ξ se capitaliza a un interés de i .

En nuestro caso concreto:

a) para el factor de inflación no ajustado:

suponemos que: $b = 0,07 + 0,08$

$$M^n = C(1+in) + \sum_{t=1}^{n-1} h_t + \xi s_{\overline{n}|i}$$

$$= 100(1+10 \times 0,07) + 487,06 + 8 s_{\overline{10}|0,07}$$

$$= 170 + 487,06 + 8 \frac{(1+0,07)^{10} - 1}{0,07}$$

$$= 170 + 487,06 + 8 \times 13,8164.4796$$

$$= 170 + 487,06 + 110,53$$

$$= 767,59$$

b) para el factor de inflación ajustado:

suponemos que: $b = 0,07 - 0,08$

$$M^n = C(1+in) + \sum_{t=1}^{n-1} h_t + \xi s_{\overline{n}|i}$$

$$= 100(1+10 \times 0,07) + 548,47 + 8 s_{\overline{10}|0,07} = 170 + 548,47 + 110,53$$

$$= 829,00$$

Caso Décimo:

02

Interés simple para el capital; interés simple para el factor inflación e interés compuesto para la reserva de fluctuación

El desarrollo de este caso, que es similar al caso quinto más el problema de la reserva de fluctuación se presenta de la siguiente manera:

$$M^n = C(1+ni) + \sum_{t=1}^{n-1} h_t + i \left[(n-1)h_1 + (n-2)h_2 + (n-3)h_3 + \dots + [n-(n-2)]h_{(n-2)} \right] + \xi \delta \bar{m} i$$

a) para el factor inflación no ajustado:

Suponemos que $b = 0,07 + 0,08$

$$M^n = 170 + 487,06 + 91,60 + 110,53$$

$$M^n = 859,19$$

b) para el factor inflación ajustado:

Suponemos que $b = 0,07 + 0,08$

$$M^n = 170 + 548,47 + 106,47 + 110,53$$

$$= 935,47$$

Interés Simple para el Capital; interés compuesto para el factor inflación é interés compuesto para la reserva de fluctuación

El desarrollo de este caso que es similar al caso siete más el problema de la reserva de fluctuación se presenta de la siguiente manera:

$$M^n = C(1+in) + h_{n-1} + \sum_{t=1, p=n-2}^{n-2, 1} h_t(1+i)^p + \sum_{i=1}^n s_{mi}$$

reemplazando valores para:

a) Factor de inflación no ajustado.

Suponemos que $b = 0,07 + 0,08$

$$\begin{aligned} M^n &= 170 + 22,47 + 567,59 + 110,53 \\ &= 890,59 \end{aligned}$$

b) Factor de inflación ajustado:

$\therefore b = 0,07 + 0,08$

$$M^n = 170 + 22,37 + 648,47 + 110,53$$

$$M^n = 951,37$$

Caso Doce:

Interés compuesto para el capital; interés compuesto para el factor inflación e interés compuesto para la reserva de fluctuación

El desarrollo de este caso que es similar al caso sexto más el problema de la reserva de fluctuación se presenta de la siguiente manera:

$$M^n = C(1+i)^n + h_{n-1} + \sum_{t=1, p=n-2}^{n-2, 1} h_t (1+i)^p + \xi \sum_{m=1}^n i$$

reemplazando valores para:

a) factor inflación no ajustado:

Suponemos que: $b = 0,07 + 0,08$

$$M^n = 196,72 + 22,47 + 567,59 + 110,53$$

$$\dot{M}^n = 897,31$$

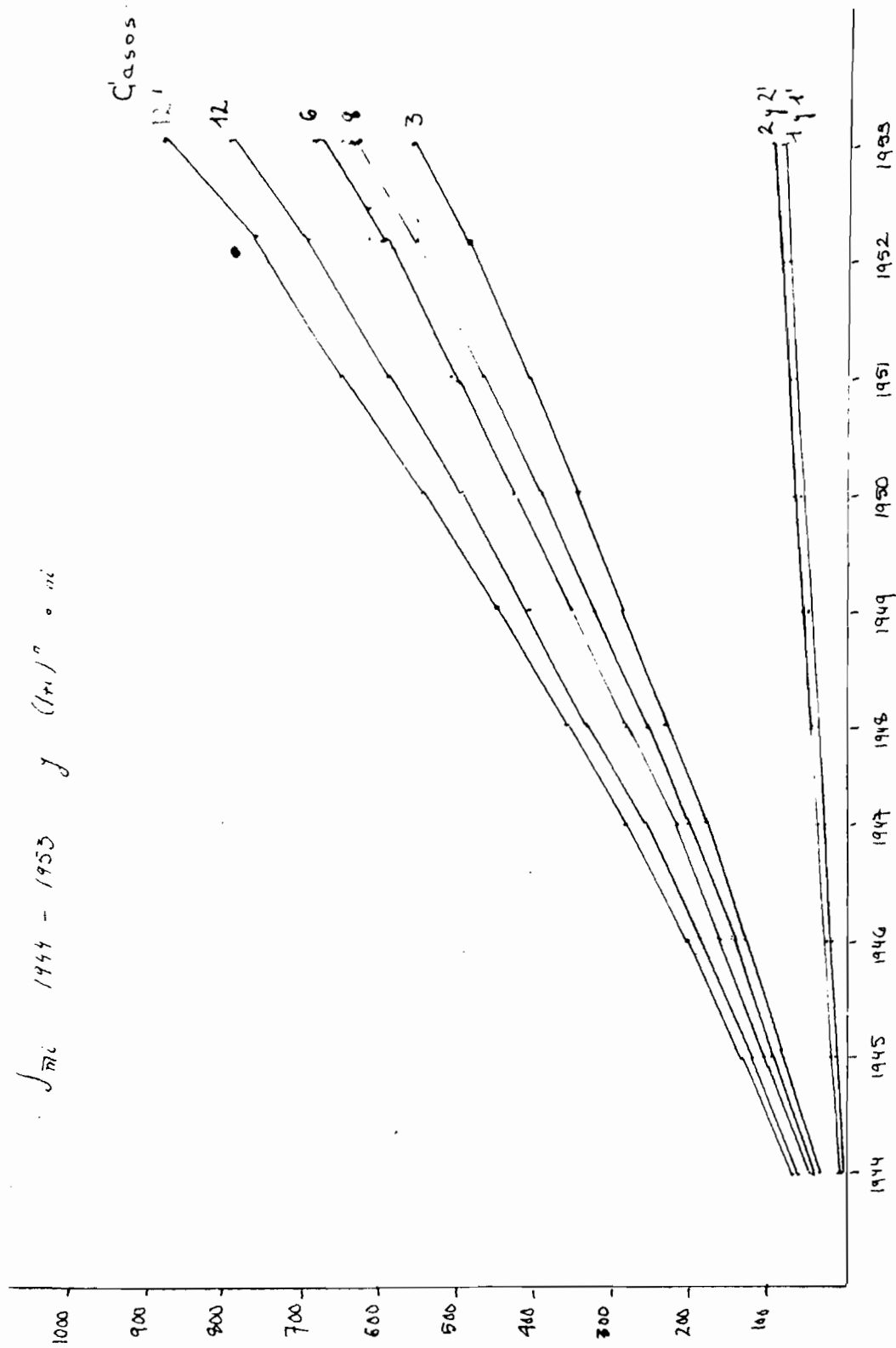
b) factor inflación ajustado:

Suponemos que: $b = 0,07 + 0,08$

$$M^n = 196,72 + 22,37 + 648,47 + 110,53$$

$$= 978,09$$

Jun 1944 - 1953 y (mil) o ni



Marcha progresiva de una imposición teórica de ni que conduxo al resultado ajustado y no ajustado por la inflación para los doce casos precitados arriba

Caso	1	7.-	ni	7	14.-	21.-	28.-	35.-	42.-	49.-	56.-	63.-	70.-
Caso	1'	7.-	ni	7.-	14.-	21.-	28.-	35.-	42.-	49.-	56.-	63.-	70.-
Caso	2'	7.-	(1+i) ⁿ	7.-	14,49	22,50	31,08	40,26	50,07	60,58	71,82	83,85	96,72
Caso	2'	7.-	(1+i) ⁿ	7.-	14,49	22,50	31,08	40,26	50,07	60,58	71,82	83,85	96,72
Caso	3	40,32	Smi	40,32	83,46	129,83	179,02	231,84	288,29	348,77	413,68	483,03	557,06
Caso	3'	44,95	Smi	44,95	93,05	144,74	199,58	258,46	321,39	388,82	461,19	538,50	621,06
Caso	4	42,25	Smi	42,25	87,46	140,27	187,59	242,74	302,09	365,46	433,49	506,16	583,78
Caso	4'	46,89	Smi	46,89	97,06	150,99	208,19	269,62	335,26	405,60	481,09	561,74	647,90
Caso	5	46,95	Smi	46,95	97,19	151,18	208,46	269,96	335,69	406,12	481,71	562,46	648,66
Caso	5'	52,67	Smi	52,67	109,03	169,60	233,85	302,85	376,59	455,60	540,39	630,99	727,65
Caso	6	49,71	Smi	49,71	102,90	160,07	220,71	285,83	355,43	430,00	510,02	595,53	686,78
Caso	6'	55,55	Smi	55,55	114,99	178,87	246,64	319,41	397,18	480,51	569,94	665,49	767,56
Caso	7	47,77	Smi	47,77	98,88	153,82	212,10	274,68	341,56	413,21	490,12	572,28	660,06
Caso	7'	53,62	Smi	53,62	110,99	172,66	238,07	308,32	383,38	463,81	550,14	642,37	740,84
Caso	8	46,11	Smi	46,11	95,45	148,47	204,73	265,13	329,69	398,85	473,09	552,40	637,06
Caso	8'	50,75	Smi	50,75	105,05	163,42	225,33	291,81	362,86	438,99	520,70	607,99	701,18
Caso	9	48,32	Smi	48,32	100,02	155,59	214,54	277,84	345,49	417,97	495,76	578,87	667,59
Caso	9'	52,76	Smi	52,76	109,21	169,89	234,25	303,37	377,23	456,37	541,32	632,06	724,00
Caso	10	54,95	Smi	54,95	113,75	176,94	243,98	315,96	392,89	475,32	563,79	658,30	759,19
Caso	10'	60,47	Smi	60,47	125,17	194,71	268,49	347,70	432,36	523,07	620,42	724,43	835,47
Caso	11	57,72	Smi	57,72	118,45	184,25	254,06	329,02	409,12	494,95	587,08	685,50	790,59
Caso	11'	61,62	Smi	61,62	127,55	198,42	273,59	354,32	440,58	533,01	632,22	738,21	851,37
Caso	12	57,71	Smi	57,71	119,46	185,83	256,23	331,83	412,63	499,19	592,10	691,37	797,31
Caso	12'	63,55	Smi	63,55	131,35	201,62	281,16	365,41	454,38	549,71	651,00	758,00	871,00

Resumen Planillas de Cálculos

Cuadro I^o

Periodo	Capital Nominal	Promedio Anual Acumulado	Giro anual		Promedio Anual Acumulado	Reserva Anual	Reserva Ley 11729 Promedio	Reserva Ley 11729
	en miles	en miles	en porcentajes		en miles	en porcentajes	en miles	en porcentajes
1944	749.704	189.246,73	25,25		264.501,68	35,95		
1945	771.671	256.16571	33,20		310.847,33	40,28		
1946	848.823	358.244,33	42,21		304.380,53	35,86		
1947	1.016.985	457.056,52	44,94		303.245,07	29,82		
1948	1.242.389	941.819,31	75,81		310.492,03	24,99		
1949	1.418.515	584.320,22	41,19		374.449,15	26,40		
1950	1.641.138	401.576,62	24,47		463.237,18	28,23		
1951	1.885.714	446.157,22	23,66		555.870,89	29,48		
1952	2.181.108	315.474,29	14,46		670.111,42	30,72		
1953	2.429.907	662.428,20	27,26		791.525,09	32,57	159.111,52	6,55

Cuadro II^o

Periodo	Capital Precio 1944	Promedio Anual Acumulado	Dividendo promedio del año	Promedio Anual Acumulado	Dividendos acumulados al año
	en miles	en miles	en porcentajes	en miles	en porcentajes
1944	1.282.802	137.233,90	10,70	137.233,90	10,70
1945	1.282.802	164.357,24	12,81	301.399,03	23,51
1946	1.282.802	619.127,77	48,26	920.300,01	71,77
1947	1.282.802	432.944,25	33,75	1.353.411,09	105,52
1948	1.282.802	346.914,77	27,04	1.700.302,87	132,56
1949	1.282.802	194.129,66	15,13	1.894.418,11	147,69
1950	1.282.802	139.860,46	10,90	2.034.302,35	158,59
1951	1.282.802	208.776,96	16,28	2.243.818,82	174,87
1952	1.282.802	139.254,20	10,86	2.382.136,17	185,73
1953	1.282.802	106.500,74	8,31	2.489.189,60	194,04

Resumen Operación de Utilidad

Cuentas III

Periodo	Capital al precio 1944	Porcentaje sin ajustar	Porcentaje ajustado	Utilidad o pérdida del año sin ajustar	Porcentaje	Reserva	Utilidad o pérdida del año con ajustes	Porcentaje	Pérdida	Utilidad o pérdida del año ajustada	Porcentaje	Pérdida	Utilidad o pérdida acumulada ajustada	Porcentaje	Pérdida	Observaciones
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	en miles	%	%	en miles	%		en miles	%	en miles	%	en miles	%	en miles	%	en miles	
1944	1.282.802	100,00	100,00	137.233,90	10,70	10,70	137.233,90	10,70	10,70	137.233,90	10,70	10,70	137.233,90	10,70	10,70	<p>NOTA.</p> <p>353,58 - 289,95 = 63,63</p> <p>651,18 - 587,06 = 64,12</p> <p>Diferencia: <u>0,49%</u></p> <p>el 0,49% es la única diferencia resultante de todos los cálculos y ajustes de decimales</p>
1945	1.282.802	119,76	117,08	-89.343,29	-5,31	-6,96	47.526,61	3,09	3,70	-54.943,51	-3,06	-4,28	82.298,37	5,47	6,41	
1946	1.282.802	140,92	142,90	348.907,68	19,30	27,20	396.996,38	21,96	30,95	299.622,73	15,80	22,58	371.966,71	20,29	29,00	
1947	1.282.802	159,98	169,74	189.962,59	9,26	14,81	586.748,36	28,59	45,74	90.738,43	4,17	7,07	462.563,62	21,24	36,06	
1948	1.282.802	180,94	201,51	79.622,94	3,43	6,21	666.265,81	28,71	51,94	-58.246,86	-2,25	-4,54	404.470,67	15,65	31,53	
1949	1.282.802	237,61	261,25	-528.578,81	-17,34	-41,21	137.798,56	4,52	10,74	-657.022,32	-19,09	-51,22	-252.539,58	-7,34	-19,69	
1950	1.282.802	247,79	335,55	-631.287,21	-16,53	-49,21	-493.474,67	-12,92	-38,47	-721.856,77	-16,77	-56,27	-974.389,88	-22,64	-75,96	
1951	1.282.802	407,02	457,17	-1181.440,74	-22,63	-92,10	-1.675.013,43	-32,08	-130,57	-1.339.110,61	-22,83	-104,39	-2.313.522,75	-39,45	-180,35	
1952	1.282.802	564,59	628,81	-1.865.119,78	-25,75	-145,39	-3.540.146,72	-48,88	-275,97	-2.044.170,32	-25,34	-159,35	-4.357.677,46	-54,02	-339,70	
1953	1.282.802	587,06	651,18	-179.381,74	-2,38	-13,98	-3714.504,53	-49,39	-289,95	-178.064,79	-2,13	-13,88	-4.535.758,25	-54,30	-353,58	
						-289,93						-353,58				

Indice del Costo del Nivel de Vida en la Capital Federal sin ajustar

base: 1943=100

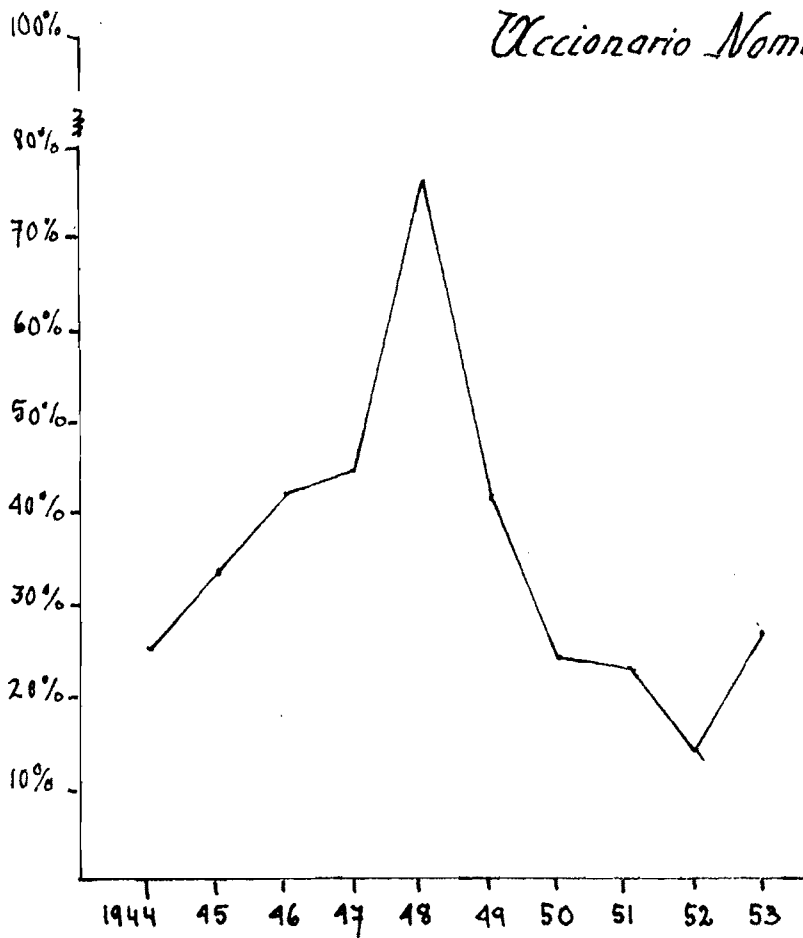
Periodo	Nivel General 100	Alimentación 47,6	Indumentaria 20,2	Alojamiento		Gastos Generales 10,6	Manaja 4,7	Observaciones
				Alquiler 16,90	Electricidad 9,70			
1943	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	
1944	99,70	103,70	98,40	84,10	108,70	104,90	104,80	
1945	119,40	119,50	113,90	117,30	111,30	134,50	116,30	
1946	140,50	144,10	144,70	117,30	105,20	162,60	120,30	
1947	159,50	165,20	178,40	117,30	105,20	175,70	136,90	
1948	180,40	188,70	212,30	117,30	116,50	196,60	149,50	
1949	236,50	245,60	302,20	119,10	140,10	275,70	189,70	
1950	296,90	315,00	367,70	127,80	140,10	377,30	230,80	
1951	405,80	428,00	541,30	127,80	142,40	538,20	292,50	
1952	562,90	622,70	731,00	127,80	183,50	728,60	409,00	
1953	585,30	639,70	784,90	127,80	204,10	748,50	431,50	

Indice del Costo de Vida en la Capital Federal ajustado

base, 1943 = 100

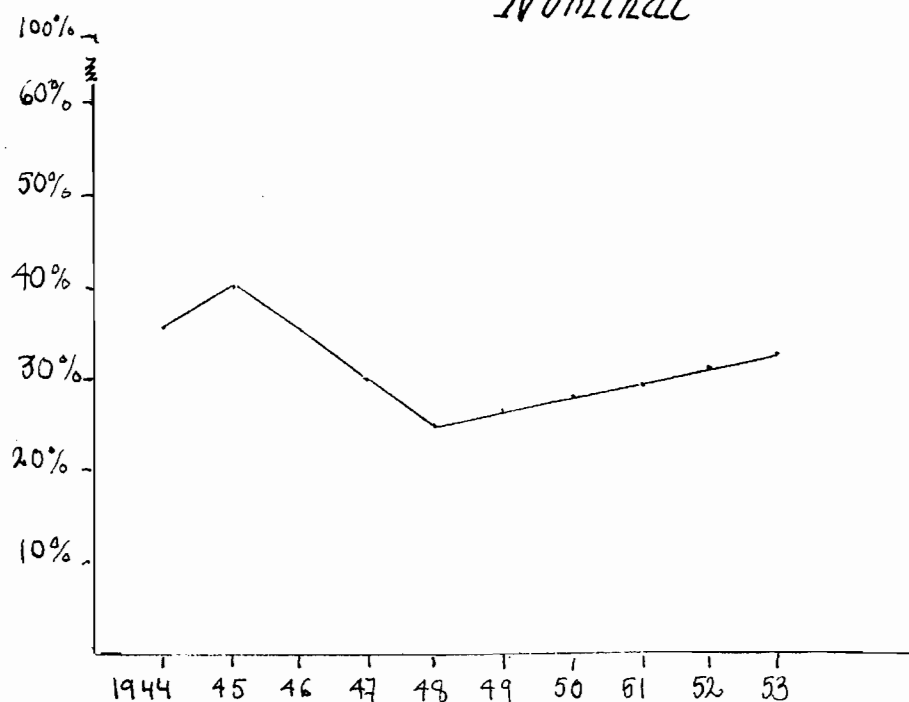
Periodo	Nivel General 100	Alimentación 47,6	Indumentaria 20,2	Alojamiento		Gastos Generales 10,6	Mensaje 4,7	Observaciones
				Aquiler 16,00	Electricidad 0,7			
1943	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	
1944	104,90	103,70	98,40	111,50	108,70	104,90	104,80	
1945	121,87	119,50	113,90	132,80	111,30	134,50	116,30	
1946	148,74	141,10	144,70	169,10	105,20	162,60	120,30	
1947	176,68	165,20	178,40	224,60	105,20	175,70	136,90	
1948	209,75	188,70	212,30	300,40	116,50	196,60	149,50	
1949	279,22	245,60	302,20	386,10	140,10	275,70	189,70	
1950	349,27	315,00	367,70	454,80	140,10	377,30	230,80	
1951	475,87	428,00	541,30	565,10	142,40	538,20	292,50	
1952	654,53	622,70	731,00	699,40	183,50	728,60	401,00	
1953	677,81	639,70	784,90	705,30	204,10	748,50	431,50	

Monto de Ventas con Relación al Capital Accionario Nominal

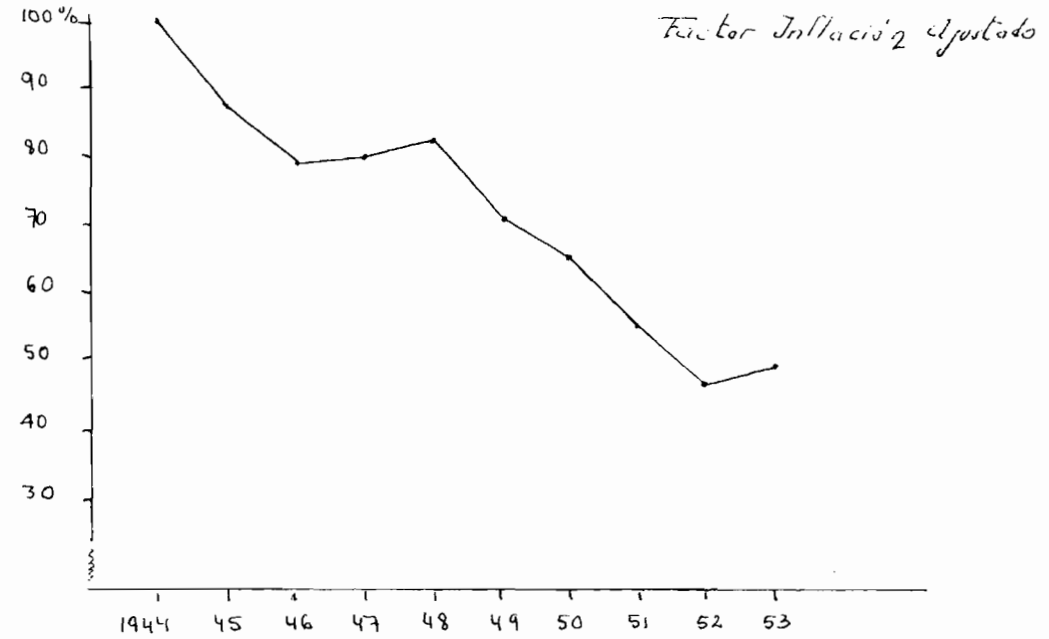


Periodo	Capital en miles	Giro en miles	Porcentaje
1944	749.704	189.296,73	25,25
1945	771.671	256.165,71	33,20
1946	848.823	358.294,33	42,21
1947	1.016.985	457.056,52	44,94
1948	1.242.389	941.819,31	75,81
1949	1.418.515	584.320,22	41,19
1950	1.641.138	401.576,62	24,47
1951	1.885.714	446.157,22	23,66
1952	2.181.108	315.474,29	14,46
1953	2.429.907	662.428,20	27,26

Relación de Reserva y Capital Accionario Nominal



Período	Capital en miles	Reserva en miles	Porcentaje
1944	719.704	269.501,68	35,95
1945	771.671	310.847,33	40,28
1946	848.823	304.380,53	35,86
1947	1.016.985	303.245,07	29,82
1948	1.242.389	310.492,03	24,99
1949	1.418.515	374.449,15	26,40
1950	1.641.138	463.237,18	28,23
1951	1.885.714	555.870,89	29,48
1952	2.181.108	670.111,42	30,72
1953	2.429.907	791.525,09	32,57



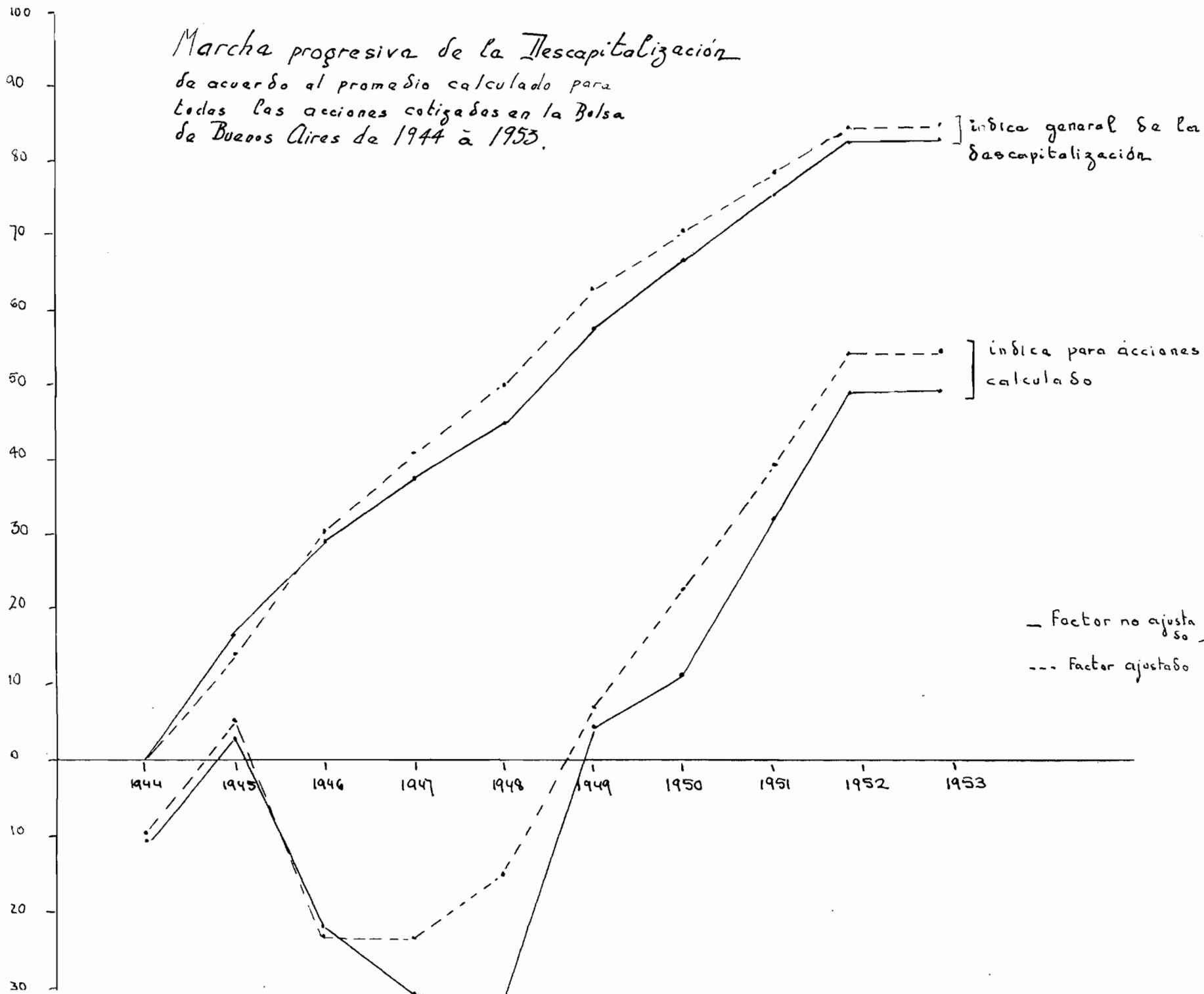
en miles de pesos

Periodo	Capital Nominal	Factor Inflación no ajustado	Capital en valor 1944	Porcentaje sobre 1944	Pérdida sobre capital real 1944 incluso dividendos	Factor Inflación ajustado	Capital en valor 1944	Porcentaje sobre 1944	Pérdida sobre capital real 1944 incl. div.
1944	749.704	100	749.704	100	- 10,70	100	749.704	100	- 10,70
1945	771.671	119,76	644.348	85,95	3,09	117,08	659.097	87,91	5,47
1946	848.823	140,92	602.344	80,34	- 21,96	142,90	593.998	79,23	- 20,29
1947	1.016.985	159,98	635.645	84,79	- 28,59	169,74	599.143	79,92	- 21,24
1948	1.242.389	180,94	686.630	91,59	- 28,71	201,51	616.540	82,24	- 15,65
1949	1.418.515	237,61	596.992	79,63	4,52	268,25	528.803	70,53	7,34
1950	1.641.138	297,79	551.106	73,51	12,92	335,55	489.089	65,24	22,64
1951	1.885.714	407,02	463.298	61,80	32,08	457,17	412.475	55,02	39,45
1952	2.181.108	564,59	386.317	51,53	48,88	628,81	346.863	46,26	54,02
1953	2.429.907	587,06	413.911	55,21	49,39	651,18	373.154	49,77	54,30

Nota: La pérdida sobre Capital Real 1944 incluido los dividendos sancionados, puede leerse también como Capital residual por ejemplo en 1953 el 49,39% corresponde a un capital residual del 50,61% o el 54,30% a un 45,70%, valores comparables con la columna porcentaje sobre 1944.

Marcha progresiva de la Descapitalización

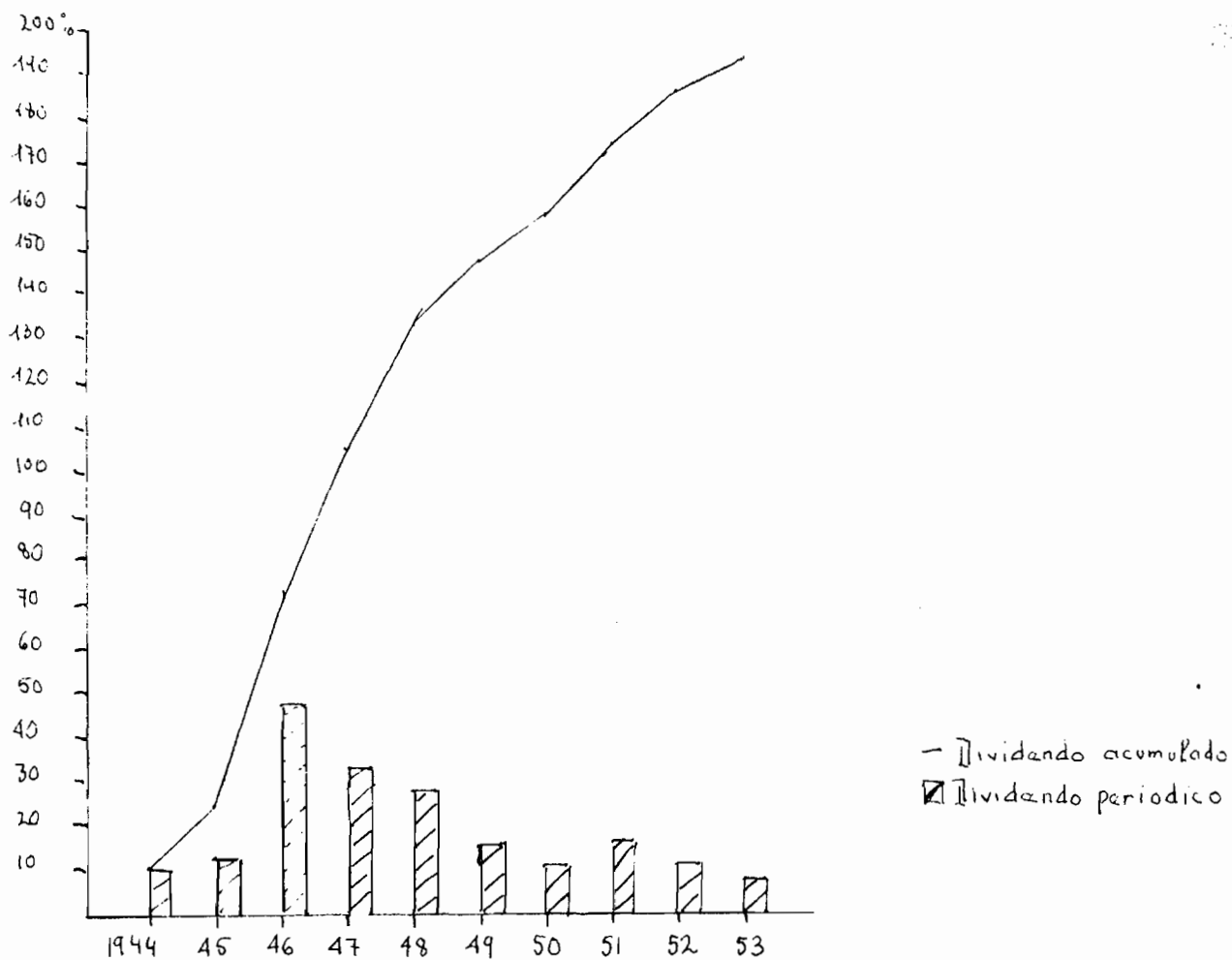
de acuerdo al promedio calculado para
todas las acciones cotizadas en la Bolsa
de Buenos Aires de 1944 a 1953.



DIVIDENDO ANUAL EN FUNCIÓN DEL AÑO BASE

y

DIVIDENDO PROMEDIO ACUMULADO PARA 1944-1953



en miles de pesos

Periodo	Capital base	Dividendo Anual	%	Dividendo Acumulado	%
1944	1.282.802	137.233,90	10,70	137.233,90	10,70
1945	1.282.802	164.357,24	12,81	301.399,03	23,51
1946	1.282.802	619.127,77	48,26	920.300,01	71,77
1947	1.282.802	432.944,25	33,75	1.353.411,09	105,52
1948	1.282.802	346.914,77	27,04	1.700.302,87	132,56
1949	1.282.802	194.129,66	15,13	1.894.419,11	147,69
1950	1.282.802	139.860,46	10,90	2.034.302,35	158,59
1951	1.282.802	208.776,46	16,28	2.243.818,82	174,87
1952	1.282.802	139.254,20	10,86	2.382.136,17	185,73
1953	1.282.802	106.500,74	8,31	2.489.189,60	194,04

Ⓜ Nota: La suma algebraica no coincide al centavo por haberse calculado independientemente