



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

40 Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Octubre 2020

El impacto de la inflación en el análisis financiero

Análisis de un caso

Anahí Briozzo

*Universidad Nacional del Sur
IIESS (UNS - CONICET)*

SUMARIO

1. Introducción
2. Antecedentes
3. Metodología
4. Desarrollo
5. Comentarios finales

Para comentarios:
abriozzo@uns.edu.ar

1. Introducción

La inflación afecta las cifras históricas de los estados financieros (EEFF) y se requiere que sus efectos se reconozcan en el análisis financiero. La contabilidad con inflación es la metodología que permite re-expresar a moneda homogénea (del momento de cierre de ejercicio) todas las partidas que se encuentran presentadas en moneda heterogénea, e incluye en el estado de resultados el resultado por exposición al cambio en el poder adquisitivo de la moneda (RECPAM).

El objetivo de este trabajo es desarrollar un ejemplo de reordenamiento de los EEFF y análisis financiero desde la óptica de un usuario externo, aplicado sobre un caso real con información del mismo ejercicio presentada a) sin ajuste integral por inflación y b) con ajuste integral por inflación. De esta forma, se busca ilustrar los cambios introducidos por la inflación en la presentación y análisis de la información contable a los alumnos del primer curso obligatorio de administración financiera de la Licenciatura en Administración de la Universidad Nacional del Sur.

2. Antecedentes

2.1 La necesidad del ajuste por inflación

Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) estipulan el reconocimiento de los efectos de la inflación en las situaciones que se definen como hiperinflacionarias.¹ La Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 29 considera una economía hiperinflacionaria en función de algunos aspectos de la economía que muestran la existencia de una inflación significativamente alta:

- Corrección generalizada de los precios y/o de los salarios.
- Los fondos en moneda argentina se invierten inmediatamente para mantener su poder adquisitivo.
- La brecha existente entre la tasa de interés por las colocaciones realizadas en moneda argentina y en una moneda extranjera es muy relevante, y
- La población en general prefiere mantener su riqueza en activos no monetarios o en una moneda extranjera relativamente estable.

Un elemento cuantitativo que se menciona para determinar si existe una situación hiperinflacionaria es que la tasa acumulada de inflación de tres años se acerque o supere 100%. Si se analiza la evolución del índice de precios al consumidor (IPC) en la Argentina para los últimos años (Tabla 1), puede observarse que esta condición se cumple desde enero de 2014. En la norma argentina general referida a información contable (RT 17 y RT 39) se incluyen crite-

¹ En la Argentina se han adoptado las normas internacionales de contabilidad, que son de aplicación obligatoria para las sociedades que realizan oferta pública de valores; las demás entidades pueden regirse por las normas contables nacionales.

rios similares a los de la NIC 29 para evaluar la situación en la que debe realizarse un ajuste por la inflación.

La denominada contabilidad con inflación (*inflation accounting*), y los correspondientes estados contables en moneda homogénea¹, implican que las cifras están expresadas en moneda con similar poder adquisitivo (del final del período al que corresponden los estados contables). También implica que se determina un resultado (ganancia o pérdida) originado por la inflación.²

Tabla 1: Inflación acumulada trienal, base IPC –CREEBBA
Inflación acumulada trienal (tres años) calculada sobre el IPC-CREEBBA

| Mes | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Enero | 94% | 102% | 121% | 130% | 140% | 118% | 140% | 177% |
| Febrero | 90% | 109% | 121% | 135% | 132% | 120% | 141% | 178% |
| Marzo | 88% | 113% | 122% | 141% | 127% | 120% | 141% | 179% |
| Abril | 87% | 114% | 120% | 149% | 127% | 120% | 137% | 177% |
| Mayo | 89% | 117% | 120% | 155% | 124% | 120% | 135% | 175% |
| Junio | 93% | 117% | 119% | 152% | 121% | 124% | 137% | 176% |
| Julio | 96% | 117% | 117% | 151% | 119% | 127% | 137% | 177% |
| Agosto | 95% | 116% | 120% | 150% | 119% | 131% | 144% | 179% |
| Septiembre | 95% | 118% | 119% | 149% | 117% | 139% | 157% | |
| Octubre | 94% | 119% | 120% | 150% | 116% | 150% | 162% | |
| Noviembre | 95% | 120% | 121% | 148% | 115% | 150% | 172% | |
| Diciembre | 98% | 120% | 123% | 144% | 117% | 145% | 178% | |

La Ley General de Sociedades (Ley 19.550) establece que “Los estados contables correspondientes a ejercicios completos o períodos intermedios dentro de un mismo ejercicio, deberán confeccionarse en moneda constante” (Art. 62). Sin embargo, el Decreto de necesidad y urgencia del Poder Ejecutivo Nacional 664/2003 estableció que los organismos de control no podían recibir estados contables expresados en moneda homogénea (elaborados con ajuste por inflación). En noviembre de 2018 la Ley 27.468 modificó la Ley de Convertibilidad disponiendo que la derogación de mecanismos indexatorios no comprende a los estados contables. De esta forma, Inspección General de Justicia (IGJ) emitió la Resolución General IGJ 10/2018 que dispuso que los estados contables deberán presentarse ante la IGJ expresados en moneda homogénea.

Por su lado, en octubre de 2018 la Federación Argentina de Profesionales en Ciencias Económicas (FACPCE) aprobó la Resolución JG 539/18 relacionada con el ajuste por inflación contable, que estableció que los EEFs cerrados a partir del 1 de julio de 2018 (inclusive) deben ajustarse. Esta norma reemplaza el índice para la determinación del coeficiente de re-

² Para profundizar sobre este tema se recomienda consultar Fornero (2017), sección 19.

expresión: se sustituye el índice de precios mayoristas (IPIM) por un empalme entre el IPIM y el IPC Nacional (Tabla 2). Al comparar los valores de las Tablas 1 y 2, puede observarse una diferencia notable en los valores. Debe observarse que la Tabla 2 computa un IPC acumulado comparable a la Tabla a partir de enero 2020, ya que anteriormente los valores de inflación trienal calculados abarcan parte de la serie de datos IPIM.

Tabla 2. Inflación trienal acumulada, según índice Res. FACPCE JG 539/18³

| Mes | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Enero | 46% | 52% | 65% | 86% | 96% | 100% | 131% | 185% |
| Febrero | 45% | 58% | 64% | 93% | 90% | 104% | 137% | 185% |
| Marzo | 44% | 60% | 64% | 96% | 90% | 107% | 141% | 188% |
| Abril | 44% | 62% | 63% | 97% | 92% | 111% | 140% | 185% |
| Mayo | 44% | 63% | 64% | 102% | 91% | 112% | 139% | 185% |
| Junio | 44% | 64% | 64% | 105% | 90% | 117% | 138% | 188% |
| Julio | 44% | 64% | 65% | 108% | 91% | 121% | 147% | 188% |
| Agosto | 45% | 65% | 66% | 106% | 91% | 126% | 160% | 192% |
| Septiembre | 45% | 66% | 66% | 105% | 91% | 138% | 167% | |
| Octubre | 45% | 67% | 66% | 104% | 92% | 148% | 175% | |
| Noviembre | 45% | 66% | 68% | 104% | 93% | 151% | 183% | |
| Diciembre | 46% | 67% | 73% | 102% | 97% | 148% | 185% | |

Para la primera aplicación del ajuste por inflación la FACPCE permitió algunas dispensas y simplificaciones, como la posibilidad de no realizar el ajuste para EEFF anuales cerrados entre el 01-07-18 y el 30-12-18 (inclusive) o EEFF intermedios entre esas fechas. Además, para quienes no apliquen el diferimiento anterior, se permitió la opción de ciertas dispensas en el primer año de aplicación:

- No presentar información comparativa para los estados dinámicos (Estado de resultados, de Evolución de Patrimonio Neto y de Flujo de Efectivo)
- Realizar un ajuste global de los resultados, exponiendo en un solo renglón los resultados por tenencia, resultados financieros y el Resultado por exposición al cambio en el poder adquisitivo de la moneda (RECPAM).

³ Para el cálculo de la serie mensual del índice, la FACPCE emplea desde enero de 1993 hasta octubre de 2015 el índice IPIM del INDEC. Desde noviembre 2015 hasta diciembre 2016 se emplea el IPIM calculado por FACPCE Res. JG 517/16. Desde enero 2017 en adelante se emplea el IPC nacional del INDEC.

2.2 Reordenamiento de los EEFF para el análisis financiero

A fines de realizar el análisis financiero es necesario realizar primero el reordenamiento de los EEFF (Koller, Goedhart y Wessels, 2015; Fornero, 2017). La distinción de activos operativos, pasivos operativos (PO) y pasivos financieros (PF) no presenta dificultades adicionales al estudiarse el estado de situación patrimonial (ESP) ajustado por inflación. Sin embargo, el reordenamiento del estado de resultados (ER) puede presentar cierta complejidad adicional en función del nivel de detalle con el cual se presenta la información.

En el reordenamiento del ER con ajuste es necesario discriminar el efecto del ajuste por inflación sobre el costo del pasivo financiero y el escudo fiscal. Como se realiza el análisis desde el punto de vista de un usuario externo, la información disponible depende de la forma de exposición de los EEFF. Actualmente los mismos pueden presentarse:

- Expresando todos los resultados por tenencia, financieros y RECPAM en una sola línea sin discriminación de su cálculo (primer ejercicio con ajuste y luego RT 41 para antes pequeños).
- Discriminando estos resultados en líneas separadas (RT 17).

a) Cálculo del costo del PF antes de impuestos cuando se cuenta con información discriminada

A partir del detalle de resultados financieros provistos en las notas a los EEFF es posible aproximar los intereses del PF antes de impuestos:

- Aplicando a los intereses generados por pasivos el mismo porcentaje que corresponde a la proporción de PF en relación a los pasivos que generan intereses, si esta información complementaria está disponible, o
- Estimar la tasa de interés anual promedio de los PF y aplicarla sobre el stock promedio (inicio-final) de PF, discriminando PF en pesos y en moneda extranjera. La conformación del PF se puede determinar consultando el Anexo de Activos y Pasivos en moneda extranjera. Puede obtenerse información de la tasa de interés de los PF de la empresa en las notas complementarias, o si este no fuese el caso, otra opción es consultar las tasas de referencia de mercado para el periodo analizado.

En el caso de contar la empresa con PF en moneda extranjera se pueden aproximar las diferencias de cambio generadas por el PF aplicando a las diferencias de cambio generadas por pasivos el mismo porcentaje de PF en moneda extranjera (ME) a Pasivos totales en ME, tomando saldos promedio (inicio-final). La conformación del PF se puede determinar consultando el Anexo de Activos y Pasivos en moneda extranjera.

Con respecto al resultado por exposición a la inflación del PF en pesos, el mismo se puede aproximar aplicando al stock promedio (inicio-final) de PF en pesos la inflación acumulada del ejercicio (Fornero, 2017).

Como en todos los casos se trata de una aproximación, es importante verificar que los resultados no excedan el total de resultados financieros y diferencias de cambio generados por pasivos, y que el costo porcentual del PF obtenido en el análisis sea consistente con el contexto analizado.

b) *Cálculo del costo del PF antes de impuestos cuando la información no está discriminada*

Cuando se expone en un solo renglón los resultados por tenencia, resultados financieros y el RECPAM, los intereses correspondientes al PF pueden estimarse aplicando la tasa de interés anual promedio de los PF sobre el stock promedio (inicio-final) de PF, discriminando PF en pesos y en moneda extranjera. Como se indicó previamente, puede obtenerse información de la tasa de interés de los PF de la empresa en las notas complementarias, o si este no fuese el caso, otra opción es consultar las tasas de referencia de mercado para el periodo analizado.

Con respecto al resultado por exposición a la inflación del PF en pesos, como en el caso anterior, el mismo se puede aproximar aplicando al stock promedio (inicio-final) de PF en pesos la inflación acumulada del ejercicio (Fornero, 2017).

Si existen PF en moneda extranjera, se pueden aproximar las diferencias de cambio del PF antes de impuestos en términos reales considerando el monto promedio de deuda financiera en ME (inicio y cierre de EEFF). A continuación se presenta un ejemplo, considerando un saldo inicial (31/12/2018) de PF en U\$ 10.000, saldo final (31/12/2019) U\$20.000, saldo promedio U\$15.000, coeficiente de reexpresión anual: 1,557, tipo de cambio (TC) diciembre 2018: 37,81 \$/U\$, TC diciembre 2019: 59,895 \$/U\$ (Dólar BCRA COM A 3500). A partir de estos datos se calcula:

Saldo promedio x TC final: $U\$15.000 \times 59,895 = \898.425

Saldo promedio x TC inicial x índice (valor inicial reexpresado): $U\$15.000 \times 37,81 \times 1,557 = \883.052

Diferencias de cambio atribuibles al PF en U\$ (saldo final – saldo inicial reexpresado): $\$ 898.425 - \$ 883.052 = \14.923

En este ejemplo las diferencias de cambio corresponden a una pérdida, ya que el tipo de cambio ha aumentado en el periodo en forma levemente superior a la inflación (55,77% vs 55,7%).

c) *Escudo fiscal*

En la Argentina, la vigencia del ajuste impositivo por inflación está actualmente reglada por la Ley 27.468, para ejercicios iniciados a partir de 01-01-2018. Es aplicable el mecanismo de ajuste por inflación si la inflación anual medida por el IPC al cierre de los EEFF supera, en el primer ejercicio el 55%, en el segundo el 30% y en el tercero el 15%

Por lo tanto, al calcular el escudo fiscal del PF se debe considerar la situación particular de cada empresa en función de la fecha de cierre de sus EEFF y la vigencia del ajuste impositivo por inflación. Cuando no está vigente el ajuste impositivo por inflación, los resultados generados por la exposición a la inflación no se consideran en el escudo fiscal. En cambio, cuando está vigente el ajuste impositivo por inflación, los resultados generados por la exposición a la inflación sí deben considerarse en el escudo fiscal. A fines de simplificar los cálculos, se computa el 100% del escudo fiscal en un único periodo.

3. Metodología

Se desarrolla un estudio de caso único, consistente en el reordenamiento de los EEFF anuales y análisis financiero de Meranol SA para el cierre 30/06/2019. Esta es una empresa emisora de acciones y obligaciones negociables en el panel pyme del mercado de capitales, que se dedica a la producción y comercialización de productos químicos.

La elección de este caso de estudio se fundamenta en los siguientes aspectos:

- La información necesaria (EEFF cierre anual 2019 como y 2018) para el análisis se encuentra públicamente disponible en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.
- Por tratarse de una pyme, se encuentra exceptuada de presentar su información contable bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Al emplear las normas contables locales, resulta un formato más familiar para los alumnos.
- Se analiza la información correspondiente al ejercicio anual cerrado el 30/6/2019, que presenta los EEFF ajustados por inflación, y como información complementaria, la presentación de la información sin ajuste.

A partir de los dos conjuntos de EEFF anuales cierre 30/06/2019, sin ajuste y con ajuste, se realizan los siguientes pasos

- Reordenar el estado de situación patrimonial, identificando activos operativos y no operativos, pasivos operativos y pasivos financieros.
- Reordenar el estado de resultados, identificando la ganancia operativa y el costo del pasivo financiero.
- Calcular los principales ratios de rendimiento, rotación, liquidez y endeudamiento.
- Comparar los resultados obtenidos.

Dado que la empresa elegida para el análisis ha cerrado su ejercicio el 30/06/2019, ha aplicado el ajuste por inflación a fines impositivos, lo cual incide sobre el cálculo del escudo fiscal. La inflación acumulada en el período fue de 55,75%, y la inflación promedio de 22,1%, ambos según el índice FACPCE Res JG 539/18.

4. Desarrollo

4.1 Reordenamiento del Estado de Situación Patrimonial (ESP)

En la Tabla 3 se presenta el estado de situación patrimonial (ESP). Toda la información se encuentra expresada en pesos argentinos. Al comparar los valores presentados con ajuste vs. sin ajuste, se observa un incremento en el valor de bienes de uso y activos intangibles, que impacta en un aumento de casi 200% en el activo no corriente (ANC). De esta forma, se evidencia que mientras que el activo corriente (AC) está correctamente valuado en ambas presentaciones, ya que está expresado en pesos con poder adquisitivo homogéneo, el activo no corriente puede acumular distorsiones considerables. El cambio en el valor total del activo, que

compensa la variación de AC y ANC, es de 67%. Con respecto al lado del financiamiento del ESP (Tabla 3-Parte 2), observamos que todos los pasivos mantienen el mismo valor bajo las dos presentaciones, pero surge un nuevo pasivo por cargas fiscales no corrientes, como consecuencia de la aplicación del impuesto diferido, resultando en una variación de alrededor del 100% del PNC. Por otro lado, el patrimonio neto presenta una variación superior al 400%. Las diferencias observadas en los valores analizados permiten vislumbrar que los ratios financieros que contienen rubros del ANC y PN estarán fuertemente sesgados al evaluarlos sin ajuste por inflación.

Tabla 3 Parte 1: ESP presentado con ajuste por inflación y sin ajuste

| Concepto | Con ajuste 30/06/19 | Sin ajuste 30/06/19 | Var% |
|---------------------------|------------------------|------------------------|-----------|
| Activo corriente | | | |
| Caja y bancos | 41.502.069,39 | 41.502.069,39 | 0,00 % |
| Inversiones | 102.699.698,79 | 102.699.698,79 | 0,00 % |
| Créditos por ventas | 308.595.125,55 | 308.595.125,55 | 0,00 % |
| Otros créditos | 150.725.281,11 | 150.725.281,11 | 0,00 % |
| Bienes de cambio | 443.543.093,09 | 443.543.093,09 | 0,00 % |
| Mercaderías en tránsito | 50.929.757,64 | 50.929.757,64 | 0,00 % |
| Total AC | 1.097.995.025,57 | 1.097.995.025,57 | 0,00 % |
| Activo no corriente | | | |
| Créditos por ventas | 1.350.273,68 | 1.350.273,68 | 0,00 % |
| Bienes de uso | 1.699.908.272,20 | 577.892.936,37 | 194,16 % |
| Activos intangibles | 11.764.035,67 | 400.000,00 | 2841,01 % |
| Total Activo no corriente | 1.713.022.581,55 | 579.643.210,05 | 195,53 % |
| TOTAL ACTIVO | 2.811.017.607,12 | 1.677.638.235,62 | 67,56 % |

Nota: Rubro otros créditos (AC): créditos fiscales y otros conceptos operativos.

En función de la información contenida en el ESP y sus anexos y notas complementarias, se presenta el ESP reordenado en forma comparativa en la Tabla 4. Esta presentación de la información permite visualizar que el activo operativo neto (AON) aumenta en 86,8% al considerar el ajuste, impulsado por el cambio del activo no corriente.

Tabla 3 Parte 2: ESP presentado con y sin ajuste por inflación

| Concepto | Con ajuste 30/06/19 | Sin ajuste 30/06/19 | Var% |
|----------------------------------|------------------------|------------------------|----------|
| Pasivo corriente | | | |
| Comerciales | 659.947.229,40 | 659.947.229,40 | 0,00 % |
| Préstamos | 445.756.479,95 | 445.756.479,95 | 0,00 % |
| Remuneraciones y cargas sociales | 35.794.691,74 | 35.794.691,74 | 0,00 % |
| Cargas fiscales | 27.913.802,79 | 27.913.802,79 | 0,00 % |
| Otros pasivos | 4.244.540,51 | 4.244.540,51 | 0,00 % |
| Total Pasivo corriente | 1.173.656.744,39 | 1.173.656.744,39 | 0,00 % |
| Pasivo no corriente | | | |
| Préstamos | 304.272.616,17 | 304.272.616,17 | 0,00 % |
| Cargas fiscales | 309.364.333,93 | | |
| Otros pasivos | 380.000,00 | 380.000,00 | 0,00 % |
| Total Pasivo no corriente | 614.016.950,10 | 304.652.616,17 | 101,55 % |
| Total Pasivo | 1.787.673.694,49 | 1.478.309.360,56 | 20,93 % |
| Patrimonio Neto | 1.023.343.912,63 | 199.328.875,06 | 413,39 % |
| Total Pasivo + Pn | 2.811.017.607,12 | 1.677.638.235,62 | 67,56 % |

Nota: Rubro otros pasivos (PC y PNC): honorarios a directores, alquileres cobrados por adelantado. Cargas fiscales (PNC): Impuesto diferido a pagar por diferencias temporarias en la valuación contable y la impositiva de activos y pasivos

4.2. Reordenamiento del estado de resultados (ER)

La Tabla 5 muestra la comparación entre los estados de resultados con y sin ajuste, donde se aprecia la variación en la mayoría de los rubros en torno a la inflación promedio del periodo de 22,1%. Estas variaciones se deben a que los rubros contenidos en el ER son variables flujo: las ventas, los gastos y demás conceptos ocurren a lo largo de todo el ejercicio, por lo cual es necesario contemplar la inflación acumulada desde su generación hasta el cierre de EEFF. Los rubros que en promedio se han devengado en momentos más lejanos recibirán un ajuste mayor, como es en este caso el costo de ventas, que tiene una variación del 30%. Esta situación variará con las particularidades de cada empresa.

Como consecuencia de la consideración del efecto de la pérdida del poder adquisitivo de la moneda (renglón RECPAM), que para esta empresa es una ganancia (sus pasivos monetarios superan a los activos monetarios), el resultado antes de impuestos se incrementa en 282%, y después de impuestos en 102%.

Tabla 4. ESP reordenado

| Concepto | Con ajuste 30/06/19 | Sin ajuste 30/06/19 | Var% |
|--------------------------------|------------------------|------------------------|------------|
| Activo corriente operativo | 1.097.995.025,57 | 1.097.995.025,57 | 0,00 % |
| Activo no corriente operativo | 1.713.022.581,55 | 579.643.210,05 | 195,53 % |
| Activo total operativo | 2.811.017.607,12 | 1.677.638.235,62 | 67,56 % |
| Pasivo operativo corriente | 727.900.264,44 | 727.900.264,44 | 0,00 % |
| Pasivo operativo no corriente | 309.744.333,93 | 380.000,00 | 81411,67 % |
| Total pasivo operativo (PO) | 1.037.644.598,37 | 728.280.264,44 | 42,48 % |
| Pasivo financiero corriente | 445.756.479,95 | 445.756.479,95 | 0,00 % |
| Pasivo financiero no corriente | 304.272.616,17 | 304.272.616,17 | 0,00 % |
| Total pasivo financiero (PF) | 750.029.096,12 | 750.029.096,12 | 0,00 % |
| Total pasivo | 1.787.673.694,49 | 1.478.309.360,56 | 20,93 % |
| Patrimonio Neto | 1.023.343.912,63 | 199.328.875,06 | 413,39 % |
| AON (AT -PO) | 1.773.373.008,75 | 949.357.971,18 | 86,80 % |
| PF+PN | 1.773.373.008,75 | 949.357.971,18 | 86,80 % |

Tabla 5. Estado de resultados original

| Concepto | Con ajuste 30/06/19 | Sin ajuste 30/06/19 | Var% |
|---------------------------------------|------------------------|------------------------|----------|
| Ventas netas | 2.316.846.697,20 | 1.942.956.555,93 | 19,24 % |
| Costo de ventas | -1.999.662.613,81 | -1.534.955.606,80 | 30,27 % |
| Ganancia bruta | 317.184.083,39 | 408.000.949,13 | -22,26 % |
| Gastos de administración | -98.229.766,58 | -81.699.015,34 | 20,23 % |
| Gastos de comercialización | -170.636.477,05 | -141.363.446,82 | 20,71 % |
| Resultados financieros | -143.520.953,11 | -114.775.715,05 | 25,04 % |
| RECPAM y otros resultados financieros | 379.610.017,12 | | |
| Otros ingresos | 7.797.834,50 | 6.283.806,48 | 24,09 % |
| Resultado operativo antes de impuesto | 292.204.738,27 | 76.446.578,40 | 282,23 % |
| Impuesto a las ganancias | -185.111.803,54 | -23.671.810,22 | 681,99% |
| Resultado del ejercicio | 107.092.934,73 | 52.774.768,18 | 102,92 % |

Nota: A fines de simplificar la presentación y comparación se ha discriminado en el ER con ajuste el RECPAM del resto de los resultados financieros, aunque esta información se encuentra en una nota complementaria.

El siguiente paso consiste en la identificación de los componentes asociados al pasivo financiero. Para eso vamos a estudiar la composición del rubro resultados financieros, que se muestra en la tabla 6, y la composición de pasivos en moneda extranjera (Tablas 7 y 8).

Tabla 6. Detalle de resultados financieros (Nota 3.16)

| Concepto | Con ajuste | Sin ajuste | Var % |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------|
| Intereses generados por activos | 20.659.637,28 | 19.170.017,83 | 7,77 % |
| Intereses generados por pasivos | -149.790.092,82 | -123.701.788,89 | 21,09 % |
| Diferencias de cambio por activos | 198.098.079,29 | 150.182.888,21 | 31,90 % |
| Diferencias de cambio por pasivos | -212.488.576,86 | -160.426.832,24 | 32,45 % |
| RECPAM y otros resultados financieros | 379.610.017,12 | | |
| TOTAL | 236.089.064,01 | -114.775.715,09 | -305,70 % |

Tabla 7. Composición de pasivos en moneda extranjera (ME)

| Concepto | 30/06/2019 | 30/06/2018 | Promedio | % sobre total |
|---|----------------|----------------|----------------|---------------|
| <i>Valores del año 2018 re-expresados a cierre de EEFF 30/06/2019</i> | | | | |
| PO en ME | 125.963.974,68 | 79.633.303,41 | 102.798.639,05 | 20% |
| PF en ME | 488.639.969,95 | 320.748.730,93 | 404.694.350,44 | 80% |
| Total pasivos en ME | 614.603.944,63 | 400.382.034,34 | 507.492.989,49 | 100% |
| <i>Valores del año 2018 sin re-expresar</i> | | | | |
| PO en ME | 125.963.974,68 | 51.128.270,21 | 88.546.122,44 | 20% |
| PF en ME | 488.639.969,95 | 205.935.545,57 | 347.287.757,76 | 80% |
| Total pasivos en ME | 614.603.944,63 | 257.063.815,77 | 435.833.880,20 | 100% |

Nota: información tomada de EEFF cierre junio 2019 y cierre 2018, nota 2.b. El pasivo financiero en ME corresponde a dólares estadounidenses.

a) El costo del pasivo financiero sin ajuste por inflación

A partir del detalle de resultados financieros podemos aproximar los intereses del PF antes de impuestos considerando la tasa de interés promedio de los PF aplicada sobre el stock promedio (inicio-final) de PF (Tabla 8). Es importante discriminar el PF en pesos y en moneda extranjera. Para este ejemplo consideramos una tasa de 40% anual para PF en pesos y 5% anual para PF en ME. El cálculo se exhibe en la Tabla 9, como puede observarse el monto

Tabla 8. Composición de los pasivos financieros por moneda

| Concepto | 30/06/2019 | 30/06/2018 | Promedio | % sobre total |
|---|----------------|----------------|----------------|---------------|
| <i>Valores del año 2018 re-expresados a cierre de EEFF 30/06/2019</i> | | | | |
| PF en \$ | 261.389.126,17 | 407.911.513,98 | 334.650.320,08 | 45% |
| PF en ME | 488.639.969,95 | 320.748.730,93 | 404.694.350,44 | 55% |
| Total PF | 750.029.096,12 | 728.660.244,91 | 739.344.670,52 | 100% |
| <i>Valores del año 2018 sin re-expresar</i> | | | | |
| PF en \$ | 261.389.126,17 | 261.898.090,54 | 261.643.608,36 | 43% |
| PF en ME | 488.639.969,95 | 205.935.545,57 | 347.287.757,76 | 57% |
| Total PF | 750.029.096,12 | 467.833.636,11 | 608.931.366,12 | 100% |

Nota: información tomada de EEFF cierre junio 2019 y 2018, nota 2.b. El pasivo financiero en ME corresponde a dólares estadounidenses. Valores del año 2018 re-expresados a cierre de EEFF 30/06/2019.

Tabla 9. Intereses generados por PF, sin ajuste

| Concepto | Cálculo | Resultado |
|----------------------------------|-----------------------|----------------|
| Intereses de PF en \$ | 0,4 x 261.643.608,36 | 104.657.443,34 |
| Intereses de PF en ME | 0,05 x 347.287.757,76 | 17.364.387,89 |
| Intereses generados por PF total | | 122.021.831,23 |

total obtenido (\$122 millones) es inferior al monto detallado en la Tabla 6 por intereses generados por pasivos (\$123 millones).

Posteriormente calculamos las diferencias de cambio atribuibles al PF. Al no contar con información detallada para realizar esta asignación, prorrateamos las diferencias de cambio generadas por pasivos en función de la composición de pasivos en ME. Como el 80% de los pasivos en ME son PF, tenemos que:

$$\text{Diferencias de cambio generadas por PF} = 0,8 \times 160.426.832,24 = \$ 127.833.739,84$$

Esta cifra es un monto inferior a lo indicado en la tabla 6 por diferencias de cambio generadas por pasivos (\$160 millones). Finalmente, calculamos el costo del PF como indica la Tabla 10, considerando la alícuota tributaria vigente de 30%.

Tabla 10. Costo del pasivo financiero, sin ajuste

| | |
|--|----------------|
| Intereses generados por PF (a) | 122.021.831,23 |
| Diferencias de cambio (b) | 127.833.739,84 |
| Costo del PF antes de impuestos (c)= (a)+(b) | 249.855.571,07 |
| Escudo fiscal (d)= 0,3 x (c) | 74.956.671,32 |
| Costo del PF después de impuestos (c)- (d) | 174.898.899,75 |

b) Costo del pasivo financiero con ajuste por inflación

A fines de determinar el costo del PF antes de impuestos, con ajuste, es necesario calcular en primer lugar los intereses generados en términos reales. Partiendo de los intereses generados por PF calculados sin ajuste, se puede aplicar el porcentaje de variación causada por el ajuste de los intereses generados por pasivos (Tabla 6), que es de 21,09%. Este es un valor cercano a la inflación promedio del periodo de 22,1%, y representa el hecho que los intereses por PF se devengaron en distintos momentos durante el año, por lo cual es necesario ajustarlos para que su valor quede expresado en poder adquisitivo de cierre de ejercicio. Por lo tanto tenemos que:

Intereses generados por PF, con ajuste = Intereses PF sin ajuste x (1+ Var% de intereses generados por pasivos)

Intereses generados por PF, con ajuste = 122.021.831,23 x 1,2109 = \$ 147.755.837,57 (a)

Como los PF en pesos (sin cláusula de ajuste) son pasivos monetarios, su tenencia genera un resultado positivo. Al no contar con información detallada de la evolución mensual del PF en pesos, aproximamos el efecto por la exposición a la inflación considerando el saldo promedio del PF en pesos (con la información de la Tabla 8) y el índice empleado por la empresa para el ajuste contable (1,55752).

PF en pesos 2019 (expresado a valores de cierre de EEFF 30/06/2019)= \$ 261.389.126,17

PF en pesos 2018 (expresado a valores de cierre de EEFF 30/06/2018) ⁴=
334.650.320,08/1,55752

PF en pesos 2018 (expresado a valores de cierre de EEFF 30/06/2018)= \$ 261.898.090,54

Promedio simple= (261.389.126,17 + 261.898.090,54)/2= \$ 261.643.608,36

Resultado por exposición del PF en pesos = PF promedio x inflación del ejercicio

Resultado por exposición del PF en pesos = \$261.643.608,36 x 55,752% = \$145.871.545 (b)

⁴ A fines de estimar el resultado por exposición el saldo inicial del PF debe estar expresado en poder adquisitivo inicial (30/06/2018).

El siguiente paso consiste en estimar las diferencias de cambio atribuibles al PF. Como no contamos con información detallada sobre la evolución mensual del PF en moneda extranjera, podemos aproximar este rubro de dos formas:

- Considerando las diferencias de cambio del PF sin ajuste (Tabla 10), y multiplicando este valor por la variación porcentual de las diferencias de cambio generadas por pasivos con ajuste, de 32,45% (Tabla 6). De esta forma se tiene $127.833.739,84 \times 1,3245 = \$ 169.318.368,21$
- Considerando la participación promedio de PF en ME sobre el pasivo en ME total, de 80% (Tabla 7), y aplicando este porcentaje a las diferencias de cambio generadas por pasivos con ajuste (Tabla 6). De esta forma se tiene $212.488.576,86 \times 0,8 = \$ 169.446.531,03$ (c).

Entre ambas opciones de cálculo hay una diferencia de 0,08%. Para continuar con el desarrollo de este ejemplo empleamos la segunda opción, que arroja el mayor valor. Finalmente, se estima el costo del pasivo financiero con ajuste después de impuestos considerando los intereses del PF con ajuste (a), el resultado por exposición del PF en pesos (b), las diferencias de cambio generados por PF en ME (c) y el escudo fiscal, como se indica en la Tabla 11.

En este caso, como la empresa bajo análisis cierra sus EEFF en junio 2019, se aplica el ajuste por inflación a fines impositivos, por lo cual el escudo fiscal se computa sobre el costo del PF con ajuste, antes de impuestos.⁵

Tabla 11. Costo del PF con ajuste, después de impuestos

| | |
|---|----------------|
| Intereses del PF con ajuste (a) | 147.755.837,57 |
| Resultado (ganancia) por exposición del PF en pesos (b) | 145.871.545,00 |
| Diferencias de cambio de PF en ME (c) | 169.446.531,03 |
| Costo del PF con ajuste antes de imp (d)= (a) – (b) + (c) | 171.330.824,06 |
| Escudo fiscal (e) =0,3 x (d) | 51.399.247,22 |
| Costo del PF con ajuste después de impuestos (d) - (e) | 119.931.576,84 |

c) Resultados financieros del AON

Los resultados financieros correspondientes al AON se calculan considerando los intereses y diferencias de cambio de activos y pasivos operativos, como se muestra en la Tabla 12.

Los intereses generados por pasivos operativos se determinan como la diferencia entre los intereses generados por pasivos (Tabla 6) y los intereses generados por pasivos financieros (sin ajuste Tabla 10 y con ajuste Tabla 11). Las diferencias de cambio generadas por pasivos operativos se determinan como la diferencia entre las diferencias de cambio generadas por

⁵ Si por la fecha de cierre de EEFF, no correspondiese el ajuste por inflación a fines impositivos, el escudo fiscal debería calcularse sobre el costo del PF sin ajuste antes de impuestos (Tabla 10).

Tabla 12. Resultados financieros del AON

| Concepto | Con ajuste | Sin ajuste | Var% |
|--|----------------|----------------|--------|
| Intereses generados por activos (a) | 20.659.637,28 | 19.170.017,83 | 7,77% |
| Intereses generados por pasivos operativos (b) | -2.034.255,25 | -1.679.957,66 | 21,09% |
| Diferencias de cambio por activos (c) | 198.098.079,29 | 150.182.888,21 | 31,90% |
| Diferencias de cambio por pasivos operativos (d) | -43.042.045,83 | -32.593.092,40 | 32,06% |
| Resultados financieros del AON (a)+(b)+(c)+(d) | 173.681.415,48 | 135.079.855,98 | 28,58% |

pasivos (Tabla 6) y los que fueron generadas por pasivos financieros (sin ajuste Tabla 10 y con ajuste Tabla 11). En el caso del ER con ajuste, se debe considerar también el RECPAM correspondiente al AON, que surge de la diferencia entre el valor original del RECPAM (Tabla 5), y el resultado por exposición a la inflación del PF (Tabla 11), ascendiendo a \$ 233.738.472,59.

d) Impuesto a la ganancia operativa

Para la determinación de impuesto a la ganancia operativa consideramos el impuesto del ER (Tabla 5) y el escudo fiscal del PF (sin ajuste Tabla 10 y con ajuste Tabla 11), como se muestra en la Tabla 13.

Tabla 13. Impuesto a la ganancia operativa

| Concepto | Con ajuste | Sin ajuste | Var % |
|--|----------------|---------------|---------|
| Impuesto a las ganancias según ER (a) | 185.111.803,54 | 23.671.810,22 | 681,99% |
| Escudo fiscal (b) | 51.399.247,22 | 74.956.671,32 | 31,43% |
| Impuesto a las ganancia operativa (a) +(b) | 236.511.050,76 | 98.628.481,54 | 139,80% |

e) ER reordenado

La Tabla 14 presenta el ER re-ordenado, en forma comparativa con y sin ajuste. Se han discriminado también las amortizaciones de los bienes de uso, que estaban imputadas en el costo de ventas, gastos de administración y gastos de comercialización (Anexo Bienes de Uso). En el caso de la amortizaciones sin ajuste, estas se calculan a partir de las amortizaciones con ajuste, corregidas por la variación de los bienes de uso (194%, Tabla 3 Parte 1).

Tabla 14. Estado de resultados reordenado

| Concepto | Con ajuste | Sin ajuste | Var % |
|---|-------------------|-------------------|----------|
| Ventas netas | 2.316.846.697,20 | 1.942.956.555,93 | 19,24 % |
| Costo de ventas | -1.923.746.575,06 | -1.495.855.122,92 | 28,61 % |
| Ganancia bruta | 393.100.122,14 | 447.101.433,01 | -12,08 % |
| Gastos de administración | -96.593.794,18 | -80.856.409,30 | 19,46 % |
| Gastos de comercialización | -169.984.386,39 | -141.027.588,14 | 20,53 % |
| Amortizaciones bienes de uso | -78.204.101,81 | -40.278.948,59 | 94,16 % |
| Resultados financieros del AON | 173.681.415,48 | 135.079.855,98 | 28,58 % |
| RECPAM y otros resultados financieros del AON | 233.738.472,59 | | |
| Otros ingresos | 7.797.834,50 | 6.283.806,48 | 24,09 % |
| Ganancia operativa antes de impuestos | 463.535.562,33 | 326.302.149,43 | 42,06 % |
| Impuesto ganancia operativa | -236.511.050,76 | -98.628.481,54 | 139,80 % |
| Ganancia operativa después de impuestos | 227.024.511,57 | 227.673.667,89 | -0,29 % |
| Costo del pasivo financiero | -119.931.576,84 | -174.898.899,75 | -31,43 % |
| Ganancia ordinaria | 107.092.934,73 | 52.774.768,14 | 102,92 % |

Se observa que si bien la ganancia operativa con ajuste es superior a la determinada sin ajuste, principalmente por el resultado positivo generado por la exposición a la inflación del AON, la ganancia operativa después de impuestos es muy similar en ambas presentaciones, por la incidencia del impuesto a la ganancia operativa. Sin embargo, al considerar el costo del pasivo financiero, el cual disminuye más de 30% al considerar el ajuste, la ganancia ordinaria con ajuste duplica a la obtenida sin ajuste.

4.3. Análisis financiero

En la Tabla 15 se presentan los ratios de rentabilidad de la empresa. En primer lugar se encuentra el rendimiento operativo (ROA), calculado como el ratio de ganancia operativa después de impuestos a AON, junto con sus componentes, el margen operativo sobre ventas y la rotación del AON. Puede observarse que el ajuste por inflación reconoce una fuerte caída del ROA, impulsada por ambos componentes, en mayor medida por la rotación. Esta variación se explica principalmente por el incremento del 86% del AON al expresarlo en moneda homogénea (Tabla 4), ya que la ganancia operativa después de impuestos prácticamente no presenta variación (Tabla 14).

Tabla 15: Ratios de rentabilidad y sus componentes

| Ratios | Con ajuste | Sin ajuste | Var % |
|------------------------|------------|------------|---------|
| ROA | 12,80% | 23,98% | -46,62% |
| Margen op sobre ventas | 9,80% | 11,72% | -16,38% |
| Rotacion AON | 1,31 | 2,05 | -36,16% |
| ROE | 10,46% | 26,48% | -60,47% |
| PF/PN | 0,73 | 3,76 | -80,52% |
| C%PF | 15,99% | 23,32% | -31,43% |

Posteriormente se presenta el rendimiento patrimonial (ROE), calculado como el ratio de ganancia ordinaria a patrimonio neto, junto con sus componentes (ROA, costo porcentual del PF y estructura financiera PF/PN). Una gran diferencia que se observa es que para la presentación sin ajuste, el ROE es superior al ROA, mientras que con ajuste la situación es inversa. El ROE presenta una caída aún mayor que el ROA al considerar al ajuste por inflación. Esta caída se explica, por un lado, por la variación negativa del ROA, y por el otro, es magnificada por el efecto del endeudamiento. Si bien el costo porcentual del PF es inferior al considerar al ajuste, esta variación (-31%) es inferior a la del ROA (-46%), por lo cual el diferencial con el ROA se ha tornado negativo. Al comparar el efecto multiplicador del ratio de endeudamiento, el ratio PF/PN se reduce en 80%.

La tabla 16 presenta los ratios de rotación de la empresa; mientras la rotación del activo corriente ha aumentado por el efecto del ajuste en las ventas, la rotación del activo fijo ha disminuido. Esta variación negativa se debe a que el ajuste del activo fijo (195%) ha superado al de las ventas (19%). Al considerar los ratios desagregados de capital de trabajo (rotaciones y periodos promedio) el ajuste permite evidenciar una mejora en todos sus componentes (créditos por ventas, inventarios y cuentas a pagar) causado por la variación en las ventas.

En la Tabla 17 se muestran los ratios de liquidez, que no se modifican con el proceso de ajuste, ya que tanto los activos corrientes como los pasivos corrientes están valuados en moneda homogénea.

Por último, en la Tabla 18 se muestran los ratios de endeudamiento. Es importante recordar que el único cambio en los pasivos que surge con el ajuste es el nuevo pasivo no corriente por impuesto diferido (Tabla 2- parte 2). Los ratios que describen la estructura del endeudamiento, en cuanto al plazo o la fuente, muestran el efecto de este cambio. Por su parte, los ratios que miden solvencia, en relación al patrimonio neto o el activo, muestran una mejora con el ajuste, reflejando la corrección en la valuación del activo fijo.

Los ratios de cobertura, tanto con base EBIT (*earnings before interest and taxes*, ganancia operativa antes de impuestos) como EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciations and amortizations*, ganancia operativa antes de impuestos y amortizaciones) también muestran una mejoría con el ajuste. Esta variación positiva se debe al menor costo del PF y mayor ganancia operativa antes de impuestos con ajuste, en relación a los valores sin ajuste.

Tabla 16. Ratios de rotación

| Ratios | Con ajuste | Sin ajuste | Var % |
|----------------------------------|------------|------------|---------|
| Rotación del ACON | 9,30 | 5,26 | 77,04% |
| Rotación del créditos por ventas | 9,04 | 7,59 | 19,24% |
| Rotación de inventarios | 4,69 | 3,93 | 19,24% |
| Rotación de cuentas a pagar | 5,25 | 4,08 | 28,61% |
| Período promedio cobro | 39,80 | 47,46 | -16,14% |
| Período promedio inventarios | 76,83 | 91,62 | -16,14% |
| Período promedio pago | 68,60 | 88,22 | -22,24% |
| Rotación del AF | 1,35 | 3,35 | -59,65% |
| Rotación de bienes de uso | 1,36 | 3,36 | -59,46% |

Nota: La rotación del ACON (Activo corriente -pasivo operativo relacionado) se calcula sin considerar al pasivo por impuesto diferido, que por su elevado monto incrementa este ratio a un valor de 39.

Tabla 17. Ratios de liquidez

| Ratios | Con ajuste | Sin ajuste | Var % |
|-----------------|------------|------------|-------|
| Razón corriente | 0,94 | 0,94 | 0,00% |
| Prueba ácida | 0,51 | 0,51 | 0,00% |
| Razón de caja | 0,12 | 0,12 | 0,00% |

Tabla 18. Ratios de endeudamiento

| Ratios | Con ajuste | Sin ajuste | Var % |
|---------------------------------|------------|------------|---------|
| PF a PN | 0,73 | 3,76 | -80,52% |
| PT a AT | 0,64 | 0,88 | -27,83% |
| PCP a PT | 0,66 | 0,79 | -17,31% |
| PF a PT | 0,42 | 0,51 | -17,31% |
| PF a PF | 0,59 | 0,59 | 0,00% |
| Cobertura de intereses (EBIT) | 2,71 | 1,31 | 107,17% |
| Cobertura de intereses (EBITDA) | 3,16 | 1,47 | 115,51% |

5. Comentarios finales

El objetivo de este trabajo es desarrollar un ejemplo de reordenamiento de los EEFF y análisis financiero desde la óptica de un usuario externo, ilustrando los efectos introducidos por el ajuste contable por inflación. De la misma forma, se evidencian las distorsiones que surgen cuando no se realiza este ajuste en procesos inflacionarios elevados, como ha ocurrido durante varios años en la Argentina. Como limitaciones del trabajo debe considerarse en primer lugar que la perspectiva del análisis externo lleva a establecer diversos supuestos simplificadores. Además, al tratarse de un estudio de caso único, no refleja los variados efectos que la inflación produce en la información contable de las empresas.

Se reconocen los principales rubros afectados por el ajuste. Por un lado, los activos fijos y el patrimonio neto en el ESP, y por el otro, la consideración del RECPAM en el ER y su efecto en la ganancia, tanto operativa como ordinaria. Al realizar el reordenamiento de los EEFF surge el desafío de estimar el costo del pasivo financiero, dadas las restricciones en el detalle de la información disponible.

De esta forma, en el análisis surgen cambios significativos en los ratios que contienen los rubros con mayores variaciones frente al ajuste, como los ratios de rentabilidad, rotación y endeudamiento. Aún en el caso de la empresa analizada, cuya ganancia neta se incrementa con el ajuste por inflación por su posición favorable en capital monetario neto, se evidencia el deterioro de los ratios de rentabilidad, tanto en su base operativa (ROA) como patrimonial (ROE).

REFERENCIAS

- Centro Regional de Estudios Económicos de Bahía Blanca (CREEBBA, 2020). Índice de precios al Consumidor (IPC). Recuperado de https://www.creebba.org.ar/m/coyuntura/calc_ipc.php
- Decreto DNU 664/2003. Poder Ejecutivo Nacional. Publicado en el Boletín Oficial del la República Argentina el 25 de marzo de 2003.
- FACPCE (2000). *Resolución Técnica N° 17* (RT 17). Normas contables profesionales. Desarrollo de cuestiones de aplicación general.
- FACPCE (2013). *Resolución Técnica N° 39* (RT 39). Normas contables profesionales: modificación de las Resoluciones Técnicas N° 6 y 17. Expresión en moneda homogénea.
- FACPCE (2015). *Resolución Técnica N° 41* (RT 41). Normas contables profesionales. Desarrollo de cuestiones de aplicación general: aspectos de reconocimiento y medición para entes pequeños
- FACPCE (2016). Resolución de JG 517/16. Elaboración de la serie IPIM para aplicar a las normas contables profesionales.
- FACPCE (2018). Resolución de JG 539/18. Normas para que los estados contables se expresen en moneda del poder adquisitivo de cierre en un contexto de inflación. Recuperado de <https://www.facpce.org.ar/pdf/RESJG539-18.pdf>
- FACPCE (2020). Índices FACPCE. Recuperado de <https://www.facpce.org.ar/indices-facpce/>
- Fornero (2017). *Fundamentos del análisis financiero*. Universidad Nacional de Cuyo.

-
- Goedhart, M., Koller, T. & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. JohnWiley & Sons.
- International Accounting Standards Board (IASB, 2009). *Norma Internacional de Contabilidad 29 (NIC 29)*. Información financiera en economías hiperinflacionarias.
- Inspección General de Justicia (IGJ, 2018). Res. Gral 10/2018.
- Ley 19.550. Ley General de Sociedades. Publicada en el Boletín Oficial del la República Argentina el 25 de abril de 1972. Última actualización 13 de agosto de 2020.
- Ley 27.468. Ley Impuesto a las Ganancias. Publicada en el Boletín Oficial del la República Argentina el 4 de diciembre de 2018. Última actualización 28 de febrero de 2019.