DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

46 Jornadas Nacionales de Administración Financiera

Septiembre 17 y 18, 2026

El ajuste por inflación en los flujos de fondos

Efectos en la valuación de empresas

Alejo Granero
Sergio Sucasas
Damián Marcos
Universidad de Buenos Aires

SUMARIO

1. Planteo de la problemática
2. Desarrollo de la idea central
3. Caso práctico: Aplicación general.
4. Utilidad y aplicación práctica
5.Conclusiones

Para comentarios:
graneroalejo@gmail.com
ssucasas@hotmail.com.ar
damianjmarcos@yahoo.com

Resumen

Se analiza cómo incorporar el ajuste por inflación directamente en el flujo de fondos para permitir capturar de manera explícita los efectos patrimoniales y fiscales que una tasa de descuento aplicada de manera uniforme puede fallar en replicar. Se identifica un conjunto de condiciones para que ese ajuste resulte representativo, el pasaje adecuado del devengado al percibido y la relevancia de distinguir el efecto inflacionario operativo del financiero para normalizar el ebitda en base a esta apertura.

1. Planteo de la problemática Introducción

La incorporación de la inflación a partir de proyectar en moneda nominal y descontar con una tasa que incorpora una prima por inflación es una práctica común. Este trabajo analiza la alternativa de incorporar el ajuste por inflación de forma adecuada en el flujo, tomando en cuenta las condiciones que ese análisis requiere para resultar representativo, en la medida en que permite captar efectos que una tasa única y uniforme, aplicada a todos los períodos por igual, no puede reflejar.

Esa re-expresión exige distinguir entre partidas monetarias —el efectivo y los derechos y obligaciones de cobrar o pagar una suma fija de dinero— y partidas no monetarias, como los bienes de cambio, el activo fijo y el patrimonio neto.[1] Sobre la ecuación patrimonial básica (Activo = Pasivo + Patrimonio neto), la diferencia entre partidas no monetarias es, por partida doble, exactamente igual y de signo opuesto a la diferencia entre partidas monetarias. La exposición de una empresa a la inflación puede leerse tanto desde su balance no monetario como desde su posición monetaria neta.

Un indicador simple y de cálculo inmediato para monitorear esa exposición es el cociente entre activos y pasivos monetarios (Marcos y Gutiérrez, 2024). Cuando ese cociente supera la unidad y existe inflación, la empresa sostiene una posición monetaria activa neta que pierde poder adquisitivo con el paso del tiempo. Por oposición, toda vez que la razón entre activos y pasivos no monetarios sea menor a cero, la compañía tendrá un resultado negativo en un entorno inflacionario. Apuntaremos a entender el efecto que esa pérdida (o ganancia, según el caso) puede tener al momento de considerarla como parte de la valoración de empresas, si bien se podría aplicar a un tratamiento más amplio.

[1] Conforme a los criterios de la NIC 29 para economías de alta inflación.

2. Desarrollo de la idea central

2.1 El rol de las partidas no monetarias

El ajuste por inflación se origina en la re-expresión de las partidas no monetarias del balance a moneda de cierre de cada período: el activo fijo, los bienes de cambio, el patrimonio neto y los resultados acumulados. Estas partidas no representan un derecho ni una obligación de cobrar o pagar una suma fija de dinero, y por eso deben actualizarse por el índice de inflación para no perder representatividad.

La re-expresión de los activos no monetarios y del inventario en función de cómo pueda ser considerado operan, en términos generales, como una ganancia −compensa la pérdida de poder adquisitivo−, mientras que la re-expresión del patrimonio neto y de los resultados acumulados opera como una pérdida, en la medida en que representan la porción de la financiación de la empresa que no está protegida por un activo real equivalente. El resultado neto de esa re-expresión puede calcularse, de manera exactamente equivalente, a partir de la posición monetaria neta de la empresa −la diferencia entre lo que tiene en efectivo y créditos, y lo que debe en el corto plazo− multiplicada por la tasa de inflación del período. Esta doble vía de cálculo permite verificar de manera cruzada la magnitud del ajuste que corresponde incorporar en la proyección, con la ventaja adicional de que la posición monetaria neta suele requerir menos información que re-expresar cada partida no monetaria de manera individual.

2.2 Descalces entre partidas y distorsiones en la valuación

El punto más relevante para la valuación es que estos efectos no se cancelan entre sí de manera automática. Una empresa puede sostener, al mismo tiempo, una posición monetaria activa (más efectivo y créditos que deudas de corto plazo) y una estructura de activos no monetarios que no crece al mismo ritmo que sus pasivos y su patrimonio.

Cuando existe ese descalce, es decir, cuando las partidas que protegen a la empresa de la inflación no compensan exactamente a las que la exponen, se genera una pérdida o una ganancia neta que un modelo de valuación que ignore esta distinción no puede detectar. Si bien en países con 2 a 3 dígitos de inflación la consideración del efecto puede resultar muy significativa, incluso en países con más de 1 dígito anual, el impacto en el flujo y en la tasa puede ser relevante. A los efectos de visualizar esto de forma concreta, a la fecha de este informe, la inflación norteamericana roza el 3,4 % interanual (agosto 2026) y se proyecta en 3,2 %-3,4 % para 2026, con una tasa de bonos a 1, 5 y 10 años de 4,35 %, 4,75 % y 4,96 %, respectivamente. Bajo esta premisa, cualquier análisis para un país como Argentina -salvando las diferencias-, podría ser también considerado para una economía como la norteamericana. Es importante destacar también que, desde un punto de vista fiscal, existen legislaciones como la de Argentina, donde el cálculo de un ajuste por inflación impacta en los estados financieros contables e impositivos por lo que el mismo resulta efectivamente un gasto deducible del impuesto.

Los descalces más comunes en la práctica surgen de plazos de cobro y de pago distintos entre sí, de inventarios que no acompañan el ritmo de las ventas, de activos fijos que se renuevan

a una velocidad distinta de su depreciación, o de pasivos financieros denominados en una moneda que se mueve a un ritmo distinto de la inflación general. Cada uno de estos descalces modifica la posición monetaria neta de la empresa y, con ella, la magnitud del ajuste por inflación que corresponde reconocer aplicando criterios y premisas consistentes. Limitarse a ajustar únicamente la tasa de descuento lo distribuye y diluye de manera pareja entre todos los períodos de la proyección en lugar de reconocerlo donde efectivamente se origina.

2.3 Condiciones para que la proyección resulte representativa

El mecanismo descripto en las secciones anteriores solo aporta información confiable si la proyección subyacente reúne, además, un conjunto de condiciones que suelen pasarse por alto en la práctica. Desde el punto de vista estrictamente de tasa y flujo, es correcto asumir que un costo de oportunidad nominal debería conllevar un flujo nominal, pero las premisas utilizadas para un entorno inflacionario (o altamente inflacionario, en particular) a menudo distorsionan la comprensión del negocio.

Toda compañía mantiene una exposición a la inflación vinculada con el negocio. En la medida en que la ecuación económica, así como la estructura de inversión y capital varíe en magnitud y en composición, el efecto inflacionario será diferente. Asimismo, cada negocio posee una estructura de costos e ingresos diferente. Los componentes de costos energéticos, de personal, logísticos, de mantenimiento, son diferentes en base a cada uno de ellos. Es por ello que resulta fundamental poder considerar este efecto en el flujo, sabiendo que la inflación de cada negocio resulta diferente y específica, pero es importante hacerlo aplicando una metodología consistente desde lo económico y lo financiero.

La propuesta para medir el efecto inflacionario (EI) radica en reconocer la ganancia o pérdida originada en las partidas no monetarias:

$$EI_i = \pi_i \text{ x } (ANM_{i-1} - PNM_{i-1})$$

donde:

EI_i es el efecto inflacionario del período i
π_i es la inflación del periodo
ANM_{i-1} es saldo de activos no monetarios en el período i-1
PNM_{i-1} es saldo de pasivos no monetarios en el período i-1

1) Separación adecuada de partidas monetarias y no monetarias

Los pasivos no monetarios incluyen la estructura de financiamiento de terceros y la propia.

La separación adecuada de partidas monetarias y no monetarias permite elaborar una conclusión sobre la realidad de la compañía respecto del contexto inflacionario.

Marcos y Gutiérrez (2024) proponen un indicador que vincula activos y pasivos monetarios para reconocer una mayor o menor exposición al efecto inflacionario. Por oposición, cuando la comparación sea entre activos y pasivos no monetarios, para un ejemplo como el que sigue, asumiendo como partidas no monetarias bienes de cambio, activos fijos y patrimonio neto, tendremos lo que se puede observar en tabla 1.

En nuestro caso, opuesto a la lógica del indicador de Marcos y Gutiérrez (2024), siempre que este indicador sea menor a 1 y efectivamente haya inflación, la compañía presentará una exposición negativa. Lo opuesto, ante un escenario de deflación. Si llevamos la ecuación mencionada a nuestro ejemplo, visualizamos en tabla 2 y tabla 3 algo como lo siguiente para t_1 en materia de efecto inflacionario y resultados para dicho período, suponiendo una inflación del 2 %.

Tabla 1: Balance nominal para t_0

Concepto	*t_0*	*%*
Caja	1.000	5%
Cuentas por cobrar	6.120	32%
Bienes de cambio	2.000	10%
Activo circulante	9.120	48%
Activo fijo	10.000	52%
Activo total	*19.120*	*100%*
Cuentas por pagar	1.530	8%
Deudas financieras	0	0%
Pasivo total	*1.530*	*8%*
Patrimonio neto	*17.590*	*92%*
Pasivo + Patrimonio nto	*19.120*	*100%*
ANM / PNM	*0,68*	

Tabla 2: Efecto inflacionario (EI) en t_1

Rubro no monetario	*t_1*
Activos fijos	200,0
Bienes de cambio	40,0
Resultados acumulados	-32,4
Patrimonio Neto	-317,6
Efecto inflacionario	*-110,0*

Este *efecto inflacionario operativo* es exclusivamente asociado al negocio. Es decir, el efecto está originado en la propia naturaleza del mismo y en su lógica inflacionaria particular al involucrarse con el contexto. Ahora bien, *la gestión financiera de la compañía puede tomar decisiones para mitigar este efecto*, por ejemplo, asumiendo un determinado nivel de endeudamiento que permita protegerla parcial o totalmente del mismo. Por esto es que resulta fundamental *discriminar el efecto inflacionario operativo*, originado en partidas anteriores al EBIT (cuentas por cobrar y por pagar comerciales, inventarios) del *efecto inflacionario financiero* que se origina en partidas efectivamente financieras (deudas financieras e intereses). Ambos afectan la posición monetaria neta de la empresa, pero responden a decisiones de naturaleza distinta: *de gestión operativa en un caso, de estructura de financiamiento en el otro*, y deberían presentarse y analizarse de manera separada. Se puede aplicar en un balance como el presentado en tabla 4.

Tabla 3: Resultados históricos para t_0 y proyectados para t_1

Concepto	*t=0*	*Resultados en t_1*
Unidades	100	100
Precio de venta unitario	120	120
Costo variable unitario	60	60
Ventas	12.000	12.000
Costos variables	-6.000	-6.000
Contribución marginal	*6.000*	*6.000*
Gastos fijos	-2.500	-2.500
Efecto inflacionario operativo		-110
EBITDA	*3.500*	*3.390*
D&A	-1.000	-1.000
EBIT	*2.500*	*2.390*
EBT	*2.500*	*2.390*
IIGG (35%)	-875	-836,5
Resultado neto	*1.625*	*1.553,5*

Tabla 4: Balance nominal para t_0

Concepto	*Empresa sin deuda*	*%*	*Empresa con deuda*	*%*
Caja	1.000	5%	1.000	5%
Cuentas por cobrar	6.120	32%	6.120	32%
Bienes de cambio	2.000	10%	2.000	10%
Activo circulante	9.120	48%	9.120	48%
Activo fijo	10.000	52%	10.000	52%
Activo total	*19.120*	*100%*	*19.120*	*100%*
Cuentas por pagar	1.530	8%	1.530	8%
Deudas financieras	0	0%	5.000	26%
Pasivo total	*1.530*	*8%*	*6.530*	*34%*
Patrimonio neto	*17.590*	*92%*	*12.590*	*66%*
Pasivo + Patrimonio neto	*19.120*	*100%*	*19.120*	*100%*
ANM / PNM	*0,68*		*0,95*	

Nótese que la propia existencia de una estructura de deuda financiera mejora significativamente la exposición del indicador, pasando de 0,69 a 0,95, indicando una menor exposición a la inflación ante el intercambio de deuda propia con deuda de terceros. La pregunta que surge,

naturalmente, es si el efecto apalancamiento por decisión del administrador financiero cubre o no el efecto inflacionario operativo.

2) Efecto real de apalancamiento

Como sospechábamos, la foto anterior presenta un escenario parcial, puesto que el efecto del endeudamiento también se debe evaluar en el costo de dicho financiamiento. Si la compañía logra un financiamiento eficiente, su costo permitirá generar un escudo fiscal que será positivo en relación con la protección inflacionaria. Concretamente, si el costo del financiamiento supera el efecto originado en la protección inflacionaria la empresa tendrá una pérdida, de lo contrario, se verá beneficiada.

Si retomamos el cuadro de balance anterior, y ahora nos basamos en el estado de resultados para el período t_1, como sigue, suponiendo una tasa de financiamiento del 2% por período, se puede observar la tabla 5.

Tabla 5: Resultados históricos para t_0 y proyectados para t_1

Concepto	*t=0*	*Resultados (sin deuda)*	*Resultados (con deuda)*
Unidades	100	100	100
Precio	120	120	120
Ventas	12.000	12.000	12.000
Costos variables	-6.000	-6.000	-6.000
Contribución marginal	*6.000*	*6.000*	*6.000*
Gastos fijos	-2.500	-2.500	-2.500
EBITDA	*3.500*	*3.500*	*3.500*
D&A	-1.000	-1.000	-1.000
EBIT	*2.500*	*2.500*	*2.500*
Resultados financieros		0	-100
Efecto inflacionario financiero			
EBT	*2.500*	*2.500*	*2.400*
IIGG (35%)	-875	-875	-840
Resultado Neto	*1.625*	*1.625*	*1.560*

Efectivamente la pérdida originada en los intereses provee a la empresa del escudo fiscal correspondiente. Sin embargo, en un entorno de inflación, resulta más complejo evaluar si la empresa se está financiando eficientemente o no, sin considerar el correspondiente efecto inflacionario. Adicionalmente, en Argentina, es importante recordar que la presentación impositiva de las compañías considera un efecto inflacionario.

Si consideráramos cuál debería ser el efecto inflacionario en nuestra empresa en cuestión, la exposición en t_1, medida como el efecto de la inflación en la exposición del balance, sería algo como lo presentado en tabla 6.

Tabla 6: Efecto inflacionario (EI) en t_1

Rubro	*EI (sin deuda)*	*EI (con deuda)*	*Diferencia*
Activos fijos	200,0	200,0	0
Bienes de cambio	40,0	40,0	0
Resultados acumulados	-32,4	-32,4	0
Patrimonio Neto	-317,6	-217,6	100
Efecto inflacionario	*-110,0*	*-10,0*	*100*

Efectivamente, la participación de la deuda en la estructura de capital permite mitigar el efecto inflacionario pasando de -110 a -10, donde la diferencia positiva se visualiza en un patrimonio neto con menor exposición. Esta distinción es clave para entender cómo la compañía gestiona sus decisiones financieras. Si esto lo trasladamos la tabla 5 de resultados previo, deberíamos poder visualizar lo siguiente en tabla 7.

Tabla 7: Resultados históricos para t_0 y proyectados para t_1

Concepto	*t=0*	*Resultados en t_1 (sin deuda)*	*Resultados en t_1 (con deuda)*
Unidades	100	100	100
Precio de venta unitario	120	120	120
Costo variable unitario	60	60	60
Ventas	12.000	12.000	12.000
Costos variables	-6.000	-6.000	-6.000
Contribución marginal	*6.000*	*6.000*	*6.000*
Gastos fijos	-2.500	-2.500	-2.500
Efecto inflacionario operativo		-110	-110
EBITDA	*3.500*	*3.390*	*3.390*
D&A	-1.000	-1.000	-1.000
EBIT	*2.500*	*2.390*	*2.390*
Resultados financieros		0	-100
Efecto inflacionario financiero			100
EBT	*2.500*	*2.390*	*2.390*
Impuesto a las ganancias (35%)	-875	-836,5	-836,5
Resultado neto	*1.625*	*1.553,5*	*1.553,5*

En este primer ejemplo, efectivamente, la participación de la deuda en la estructura de capital permite mitigar el efecto, tomando en cuenta que el resto de las variables se mantienen sin cambios. Una estimación poco realista que apunta a lograr una comprensión clara del efecto. Y se observa que el efecto inflacionario financiero se corresponde con el mismo importe que los

resultados financieros, permitiendo validar que la compañía está tomando una decisión razonablemente acertada respecto de su estructura de capital y del costo de endeudamiento.

Si el costo sube por encima de la tasa de inflación, la ecuación se podría modificar, pero llevaría a la compañía a tomar, en principio, dos posibles caminos:

i) trasladar parte del incremento inflacionario que no se puede compensar a precios; o bien,

ii) reducir el nivel de endeudamiento buscando una estructura de financiamiento más eficiente.

Si suponemos por un momento que la opción i) no es viable y que la empresa logra financiarse al 2,5 % por período -que podría pensarse como una tasa más razonable ante la existencia de una inflación de 2 % mensual-, y debiéramos asumir un endeudamiento menor, deberíamos apuntar de forma estática a un valor de $4.000 (0,025 x 4.000 = 100). Es decir que un 25 % de tasa implicó un 20 % menos de exposición del financiamiento (($5.000 – $4.000) / $5.000 = 20 %). Es importante contemplar, sin embargo, que la toma de deuda y un cambio en la estructura de capital no es de un momento para otro o, al menos, no sin ningún costo. Es por eso que resulta fundamental entender cuál es ese punto de equilibrio de endeudamiento financiero.

3) Descomposición del efecto precio-volumen-costo y criterio de costeo

La aplicación de crecimiento a cada línea de ingresos y costos genera una distorsión sobre las expectativas de crecimiento reales y precio, por lo que tanto los ingresos como los costos deberían proyectarse separando el efecto precio del efecto volumen. Solo así puede distinguirse qué parte del incremento responde a un mayor nivel de actividad y qué parte responde exclusivamente al ajuste de precios por inflación, evitando atribuir al negocio un crecimiento que en realidad es nominal.

Atado a estas partidas, una discusión fundamental se da al momento de entender el criterio de costeo más adecuado. En general, los métodos como el PPP, PEPS o UEPS, pueden fallar de manera sistemática ante un entorno inflacionario donde las correcciones pueden ser de gran velocidad. La propuesta al momento de realizar un análisis consistente que permita reflejar la realidad de la compañía en un entorno inflacionario es asumir un costo a precio de reposición en cada período. De esta forma, cada compra se estima realizada a un nuevo precio que se ajustado. Para el caso de los inventarios, asumiendo un criterio de costo de reposición, empieza a tomar relevancia la razonabilidad de considerar al inventario como una partida monetaria o no.

Supongamos una compañía con un costo de $100 por unidad, que vende 60 unidades por período y parte de un inventario de 33 unidades. Aplicando un costeo por diferencia de inventario se observa:

Diferencia de inventario (u)	*t=0*	*t=1*	*t=2*
Existencia inicial		33	33
Compras		60	60
Existencia final	33	33	33
Costo de ventas	*60*	*60*	*60*

Diferencia de inventario ($)	*t=0*	*t=1*	*t=2*
Existencia inicial		2.000	2.000
Compras		6.000	6.000
Existencia final	2.000	2.000	2.000
Costo de ventas	*6.000*	*6.000*	*6.000*

Si en cada período, esperamos una inflación de 2 %, suponiendo que toda compra se hace a costo de reposición, el inventario final podría reflejarse a valores históricos, pero no sería consistente con una proyección que considera inflación. Aquí es fundamental separar el concepto del resultado por tenencia, del de la re-expresión del inventario, y evaluar el método de costeo más adecuado. A los efectos financieros, el resultado por tenencia no presenta características de flujo. Es, en definitiva, el propio contexto inflacionario el que revaloriza en este caso el inventario subyacente −aunque podemos pensar en otra ocasión si la inflación es la variable correspondiente para ello o habría un índice específico a considerar.

Por ende, a los efectos de considerar el criterio de capital económico a mantener, si bien el resultado por tenencia no debería tener lugar en el resultado, sería prudente entender cuál sería el método de costeo más adecuado. La diferencia de inventario, por simple que parezca su aplicación, a menudo sufre las complicaciones de este efecto. Para resolverlo, la propuesta es elaborar un costeo de reposición que provenga de la venta línea por línea de la compañía y asemejando un costo directo ($C_u \times Q_v$).

Una vez obtenido este costo, el resultado por tenencia obtenido como diferencia de la posición a costo directo contra aquella por de diferencia de inventario, se podría considerar como resultado por tenencia contra patrimonio neto. Como contrapartida, a los efectos de re-expresar el resultado, se aplicaría el efecto inflacionario correspondiente a la naturaleza no monetaria de la partida:

Diferencia de inventario ($)	*t=0*	*t=1*	*t=2*
Existencia inicial		2.000	2.040
Compras		6.120	6.242
Existencia final	2.000	2.040	2.081
Costo de ventas	*6.000*	*6.120*	*6.242*
Efecto inflacionario (re-expresión)		*40*	*41*

4) Moneda de los activos fijos y valores de mercado/reposición

En general, los activos fijos representan una de las partidas no monetarias más significativas. Su ajuste no resulta automático a partir de la rotación de dicho rubro y, asimismo, vale la pena discutir la moneda con la que dicha re-expresión eventualmente puede corresponder. Siendo típicamente bienes transables, a menudo responden a una moneda distinta de la doméstica (por ejemplo, bienes de capital importados o de referencia dolarizada), por lo que podría ser razonable ajustarlos según el índice de esa moneda, y no aplicar de manera automática una revalorización por un índice de inflación general. Sin embargo, la experiencia de una economía

cerrada vinculada a restricciones normativas y cambiarias como la argentina pueden hacer que esa relación a lo largo del tiempo se desconecte.

Ya sea que estemos re-expresando una partida de activo fijo utilizando moneda extranjera o inflación, una proyección sensata en un contexto inflacionario debería tomar en consideración una pérdida de valor alineada con una reposición a valores de mercado. Es conveniente, entonces, llevar adelante dos pasos:

i) ajustar el punto de partida por valores de mercado, revalorizando el activo y ajustando el patrimonio neto de la compañía; y

ii) aplicar, asimismo, una amortización correspondiente con una revalorización periódica que acompañe los movimientos de precio de las partidas económicas del estado de resultados y permita mantener el costo de reposición de dichos activos en valores reales.

Tomando el ejemplo que venimos discutiendo, asumiendo que el activo fijo ya se encuentra revalorizado a un valor de $ 10.000 y la proyección de la compañía refleja D&A por $ 1.000 por período, mantendríamos una razón una amortización periódica de 10 %. Si aplicáramos la lógica del efecto inflacionario, la proyección debería considerar una evolución de las D&A que siga dicho ritmo. A su vez, obligaría a re-expresar el activo fijo período a período por este índice. En una primera aproximación, podemos reflejar una evolución nominal de los flujos, pero resulta más prudente abordar el enfoque mencionado, asumiendo una reinversión para mantener el valor de los bienes de uso normal (tablas 8 y 9).

Tabla 8: Evolución del activo fijo nominal

Rubro	t_0	t_1	t_2
Saldo inicial – Activo Fijo		*10.000*	*10.200*
D&A		-1.000	-1.000
CAPEX		1.000	1.000
Saldo final – Activo Fijo	*10.000*	*10.000*	*10.000*
Efecto inflacionario (re-expresión)		*200*	*204*

Tabla 9: Evolución del activo fijo re-expresado

Rubro	t_0	t_1	t_2
Saldo inicial – Activo Fijo		*10.000*	*10.200*
D&A		-1.020	-1.040
CAPEX		1.020	1.040
Re-expresión (π x SI AF)		200	204
Saldo final – Activo Fijo	*10.000*	*10.200*	*10.404*
Efecto inflacionario (re-expresión)		*200*	*204*

Como un aspecto adicional, es importante destacar que los plazos contables de depreciación y amortización no siempre reflejan de manera representativa la pérdida real de valor económico

de los bienes. La modificación de este aspecto está también vinculada con la aplicación de información de gestión, como veremos más adelante. Asimismo, siendo que resulta una variable clave a los efectos de elaborar un flujo consistente con una estimación de valor, también es fundamental considerar dentro de un entorno secundario el uso de la vida útil contable para la estimación del impuesto a las ganancias.

Desde este punto de vista, la combinación de una potencial revalorización y cambios en plazos considerados a menudo más cortos de lo que la contabilidad sugiere dada la obsolescencia tecnológica, recambio por uso e incluso calidad de orígenes y materiales, en conjunto con la consideración de depreciaciones y amortizaciones contables que elevarían el costo fiscal, deberíamos pensar que el proceso de valuación se vería negativamente afectado desde la perspectiva del flujo.

5) Políticas de dividendos y de caja consistentes

En la tensión entre inflación y valor esperado, existe una restricción fundamental que es la de considerar cajas consistentes en el tiempo, así como dividendos que respondan a estas consideraciones. A menudo, las proyecciones consideran períodos amplios donde las cajas se mantienen sin cambios, pero eso no resulta consistente con un modelo inflacionario.

Si consideramos, por ejemplo, una caja inicial C_0 = $ 1.000 con una inflación durante el período 1 y 2 de un 2 % de inflación, no sería razonable mantener la misma caja período a período. La política debería ser mantener caja real período a período en vez de nominal.

Concretamente, si el saldo nominal objetivo debe crecer al ritmo de la inflación para preservar el mismo poder de compra, deberíamos esperar que la política de caja mantenga la consistencia de cobertura:

$$\text{Caja objetivo}_t = \text{Caja objetivo}_{t-1} \times (1 + \pi)$$

Esta diferencia período a período constituye una retención de fondos que no está disponible para distribuir como dividendo. Si suponemos una situación donde el resultado no recibe el efecto impositivo, y el mismo tiene la posibilidad de seguir el ritmo inflacionario para un 2 % por período, asumiendo una caja de $ 1.000 para un resultado de $ 100, el efecto se puede volver significativo:

Concepto	t_o	t_1	t_2
Caja nominal sin ajuste	1.000	1.000	1.000
Dividendos	100	102	104
FFD @10%	100	93	86
FFD Total Nominal	*279*		
Caja objetivo (real)	1.000	1.020	1.040
Incremento en política de caja	-	20	20
Dividendos (dividendos – incremento de caja)	100	82	84
FFD @10%	100	75	69
FFD Total Ajustado	*244*		
Variación	*-13%*		

Si la compañía, en cambio, mantiene la caja nominal fija en $1.000 −como ocurre cuando la política de dividendos se define en términos de un monto o de un porcentaje del resultado nominal−, en cada período se liberan esos mismos $20 para distribución, pero lo hace a costa de una pérdida real de poder adquisitivo sobre su posición de caja, indistinguible, incluso ante la práctica de la estimación de un efecto inflacionario como el descripto anteriormente.

Cuanto mayor sea la proporción de caja sobre el activo total de la empresa (y, por lo tanto, cuanto más elevado su cociente ANM/PNM), mayor será esta distorsión si la política de dividendos no se define en términos reales. A los efectos de nuestro ejercicio, una caja más elevada implica, por oposición, un patrimonio neto superior y un efecto inflacionario negativo, puesto que los pasivos no monetarios y el patrimonio neto subirían, arrojando un cociente cada vez más pequeño que 1.

La recomendación práctica es ajustar la caja al ritmo de la inflación o bien, fijar la política de distribución como un porcentaje del resultado neto o del flujo de fondos expresados en moneda homogénea, evitando así confundir caja disponible con caja que, en rigor, debería reinvertirse para no descapitalizar a la empresa en términos reales, Si hacemos el mismo ejemplo, pero con una caja más chica, la distorsión del valor es muy diferente (ver tabla 10).

Tabla 10: Política de caja bajo dos criterios de distribución

Concepto	t_0	t_1	t_2
Caja nominal sin ajuste	150	150	150
Dividendos	100	102	104
FFD @10%	100	93	86
FFD Total Nominal	*279*		
Caja objetivo (real)	150	153	156
Incremento en política de caja	-	3	3
Dividendos (dividendos – incremento de caja)	100	99	101
FFD @10%	100	90	83
FFD Total Ajustado	*273*		
Variación	*-2%*		

Esto comprueba la necesidad de mantener una política de caja adecuada siendo que el exceso de la misma puede generar una distorsión significativa en la capacidad de generar fondos para la compañía si buscamos mantener la consistencia del modelo.

6) Frecuencia mensual y estacionalidad

Proyectar con periodicidad mensual, en lugar de anual o trimestral, permite captar la estacionalidad propia de la actividad y evita que picos o valles de ventas, cobranzas o pagos se compensen de manera artificial dentro de un mismo período, distorsionando la magnitud del ajuste por inflación y del capital de trabajo necesario. Una problemática adicional que la experiencia muestra es que a menudo las empresas no mantienen un cierre de ejercicio económico

que tenga relación con el ciclo del negocio, lo cual empeora la posibilidad de realizar un análisis adecuado.

La granularidad temporal también incide sobre el cálculo del efecto inflacionario en dos sentidos:

i) anualizar la inflación mensual de manera aritmética en lugar de geométrica subestima el ajuste; y

ii) proyectar en bloques anuales diluye la concentración estacional de la exposición.

A los efectos de evaluar este último caso tomemos, por ejemplo, una inflación mensual del 2 % y un período más amplio de 6 meses, que implicaría alrededor de un ~12,6 % y supongamos, mes a mes, una posición no monetaria (PNM) obtenida como diferencia de los activos no monetarios y los pasivos no monetarios. Cada vez que sea la misma sea positiva, la empresa gozará de protección en un entorno inflacionario. Notemos la diferencia si lo aplicáramos sobre el momento inicial o si lo hiciéramos mes a mes (tabla 11).

Tabla 11: Posición no monetaria mensual

Mes	*PNM = ANM – PNM*	*Efecto inflacionario mensual (2% s/PNM anterior)*
Mes 0	1.200	
Mes 1	1350	24
Mes 2	1500	27
Mes 3	1.800	30
Mes 4	-500	36
Mes 5	-200	-10
Mes 6	1.200	-4

	Lineal = π (0-6) x Mes 0	*Mensual = ΣEI [1-6]*
Efecto inflacionario	*151*	*103*
Variación entre métodos	*48*	

Notemos que, al utilizar un enfoque interanual, la posición no permite visualizar correctamente el efecto inflacionario mensual, veremos luego que el efecto del capital de trabajo tampoco resulta consistente. En el ejemplo, la variación interanual es nula, pero a lo largo de los meses, dicha posición sufrió variaciones que generaron diferentes efectos. Si el período 4 hubiese sufrido un evento devaluatorio súbito, que a menudo viene acompañado de un *delay* inflacionario, la compañía podría encontrarse en un problema en los próximos meses.

7) Uso de información de gestión o contable ajustada

El objetivo de la información contable es el de presentar la situación de la compañía bajo un criterio normativo-fiscal. La realidad del negocio a menudo requiere ajustes de exposición

y de representación específicos de sus propias operaciones y que la contabilidad, en pos de lograr una uniformidad de presentación, no logre capturar. Este aspecto afecta tanto a la naturaleza de los ingresos, costos y gastos como al balance de la compañía.

i) A nivel resultados, la separación de mercados, la división de costos variables y fijos, la identificación de costos en moneda doméstica y extranjera;

ii) A nivel patrimonial, la segmentación correcta por moneda, la correcta caída de cobros y pagos según antigüedad, el revalúo y la correspondiente depreciación real de bienes de uso.

El siguiente caso en tabla 12 compara el enfoque contable (aplicar un único índice sobre el saldo agregado) con uno basado en información de gestión, que abre la cartera de cuentas por cobrar por tramos de antigüedad y aplica la inflación esperada según la fecha probable de cobro de cada tramo.

Tabla 12: Efecto inflacionario sobre cuentas por cobrar: saldo agregado vs. apertura por tramos

Tramo de cobranza	*% del saldo*	*Monto*	*Inflación esperada al cobro*	*Efecto inflacionario*
0–30 días	40%	2.448	2,0%	49,0
31–60 días	35%	2.142	4,0%	86,5
Más de 60 días	25%	1.530	6,1%	93,6
Total (enfoque de gestión)	100%	6.120		229,1
Enfoque contable (tasa única sobre el saldo)	100%	6.120	2,0%	122,4

8) *El efecto del capital de trabajo*

La reexpresión automática de aquellas partidas monetarias dentro del capital de trabajo se traduce con mayor rapidez en variaciones de caja. Plazos de cobro más extendidos y plazos de pago más cortos en moneda doméstica amplían la posición monetaria expuesta a la inflación, mientras que una gestión más eficiente de las mismas puede compensar, al menos parcialmente, la pérdida de poder adquisitivo de la compañía. En este sentido, el inventario funciona como un mecanismo natural de cobertura para muchas empresas. Así como lo mencionamos anteriormente, en un contexto de alta inflación, el mismo tiene cualidades de partida no monetaria.

Ahora bien, la dirección de este efecto depende de la composición relativa de los plazos de cobro y de pago, así como de los inventarios disponibles, no solo de su existencia. Consideremos una inflación de un 3 % mensual y tres empresas con el mismo EBIT, pero estructuras de capital de trabajo diferentes en la tabla 13.

Desde el punto de vista estrictamente del ciclo, no hay necesariamente una linealidad, puesto que incluso para un ciclo más que duplicado (A contra B), el efecto inflacionario del capital de trabajo no resulta proporcional. En el caso extremo, para una compañía C que trabaja con política de JIT (*just in time*) y paga contado, el efecto inflacionario será efectivamente negativo ante la exposición del dinero en la calle. Combinado con un efecto estacional, esto puede tener un impacto significativo en la valuación de una empresa ante entornos inflacionarios agresivos.

Tabla 13: Exposición al capital de trabajo según composición de plazos

Concepto	*Empresa A*	*EI% Operativo*	*Empresa B*	*EI% Operativo*	*Empresa C*	*EI% Operativo*
Plazo de inventarios (NM)	60	6,1%	100	10,4%	0	0,0%
Plazo de cuentas por cobrar (M)	30	-3,0%	60	-6,1%	30	-3,0%
Plazo de cuentas por pagar (M)	30	3,0%	30	3,0%	0	0,0%
Ciclo de conversión	*60*	*6,0%*	*130*	*6,7%*	*30*	*-3,0%*

Supongamos una empresa que cancela de contado, con cobranza a 60 días, inflación mensual del 3 %, y que no mantiene stock:

Inflación		2%	2%	2%
Compras		1.000	1.020	1.040
Ajuste de compras		20	20	21
Concepto	t_0	t_1	t_2	t_3
Caja final		3.000	1.980	940
Cobranzas	1.500			1.500
Pago de proveedores	0	-1.020	-1.040	-1.061
Caja final	*3.000*	*1.980*	*940*	*1.378*

Visualmente, puesto de esta forma, podríamos pensar que el efecto inflacionario en el flujo estaría originado únicamente en la pérdida efectiva al momento de pagar un 2% más caro mes a mes a los proveedores. Sin embargo, esto es un efecto parcial que refleja la *pérdida inmediata en el flujo*.

Si llevamos el efecto al *entorno de stock*, veremos que el efecto inflacionario es mucho más nocivo. Aunque el mismo no tenga un efecto inmediato traducible al flujo, a medida que avanza la operación de la compañía y debe asumir compromisos cada vez más exigentes, se puede visualizar una menor capacidad de pago por la propia desvalorización de sus activos:

Concepto	t_0	t_1	t_2	t_3
Caja	3.000	1.980	940	1.378
Cuentas por cobrar	1.500	1.500	1.500	0
Cuentas por pagar	0	0	0	0
Inventarios	0	0	0	0
Patrimonio Neto	4.500	3.480	2.440	1.378
Efecto inflacionario periódico		*-90*	*-70*	*-49*
Efecto inflacionario total		*-208*		

Cuando lo llevamos al entorno patrimonial, la compañía tiene una exposición que resulta mucho más alta que la pérdida asumida.

10) Estructura de capital consistente y proyección por ECF

Al proyectar una compañía en un entorno inflacionario, resulta importante tomar en consideración si la estructura de capital está siendo modificada en el tiempo o no en términos reales. Si la compañía parte de una estructura de deuda y financiamiento propio que resulta óptima a los efectos del financiamiento de largo plazo, es prudente asegurarse que la misma se esté sosteniendo en términos reales.

La proyección mediante el mecanismo de *free cash flow* (FCF) tiene como premisa básica que se considera una estructura de capital idéntica en cada punto de la proyección, por lo que a priori podría resultar una metodología válida y simple para estimar valor de compañía. Sin embargo, la experiencia muestra que el flujo para el accionista considera una serie de variables que incluyen el efecto inflacionario no solo en el capital de trabajo, sino también en la necesidad de nuevo financiamiento para sostener dicha estructura de capital. El FCF puede no reflejar correctamente este efecto.

Retomando la tabla 4 de la empresa con deuda (activo total de $ 19.120 y pasivo total de $ 6.530), en ese caso la relación D/A resultaba de 34,2 %. Si re-expresamos dicho activo por una inflación del 2 % y apuntáramos a mantener constante dicha relación considerada como óptima, la compañía debería tomar el siguiente financiamiento adicional (tabla 14).

Tabla 14: Financiamiento adicional necesario para sostener la estructura de capital

Concepto	t_o	t_1 *(reexpresado)*
Activo total	19.120	19.502
Pasivo objetivo (34,2 % del activo)	6.530	6.670
Financiamiento adicional necesario	–	*140*

Una proyección de FCF que descuenta a un WACC calculado sobre esa estructura objetivo, pero que no explicita esta necesidad de nuevo endeudamiento como una línea de la proyección, asume implícitamente que ese financiamiento ocurre, *sin verificar si la compañía efectivamente puede o pretende tomarlo*; de no ser así, el apalancamiento real se diluye período a período y la tasa de descuento utilizada deja de ser representativa del riesgo efectivo del negocio.

11) Mantener consistencia con la tasa

Los flujos nominales deben descontarse a una tasa nominal, mientras que los reales deben hacerse a una tasa real dentro del período explícito, respetando la ecuación de Fisher para un período determinado:

$$(1 + i_{ap}) = (1 + i_r) \times (1 + i_\pi)$$

Donde:

i_{ap} es la tasa aparente

i_r es la tasa real
i_π es la tasa de inflación

En un entorno de valuación, asimismo, resulta relevante ajustar la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) para mantener la consistencia con los flujos. Si el flujo nominal se proyecta creciendo a la inflación en el valor terminal, el flujo real equivalente debe proyectarse con crecimiento real nulo, de modo que ambos enfoques converjan exactamente al mismo valor presente. Al momento de realizar una valuación, un crecimiento (g) al 2 % con una inflación del 2 %, implica que no habría crecimiento real.

12) Actualización por inflación de la información proyectada

La exposición de la información nominal en un entorno inflacionario de magnitudes representativas (incluso para casos menores que los de Argentina) no permite al usuario o al analista arribar a conclusiones claras. Una vez abordados los aspectos hasta aquí mencionados, también resulta útil actualizar por inflación cada rubro dentro de los estados tridimensionales de proyección, para comprender si en términos reales existen variaciones positivas o negativas en ingresos, costos, gastos, e incluso, en los flujos proyectados.

La realidad de cada compañía, como mencionamos previamente, a menudo puede tener una combinación muy particular de inflación específica, inflación general, tipo de cambio operativo y financiero. Sin embargo, si tomamos la inflación general como un costo de oportunidad para todo inversor racional, podemos entender si los cambios de estas variables se reflejan en la compañía de manera positiva o negativa.

Suponiendo que las unidades de tres compañías se mantengan estables de un período a otro y tengamos 3 tipos de variables de las que dependen sus precios (V_1; V_2; V_3), y un único índice de inflación general (π_t), los ingresos homogéneos en el segundo cuadro se verían tal como figuran en la columna t_1:

	Ajuste de precio (capitalización)	t_0	t_1
Venta nominal (V_1)	3 %	1.000	1.030
Venta nominal (V_2)	2 %	1.000	1.020
Venta nominal (V_3)	1 %	1.000	1.010

	Inflación (actualización)	t_0	t_1
Venta real (π_t)	2 %	1.000	1.010
Venta real (π_t)	2 %	1.000	1.000
Venta real (π_t)	2 %	1.000	990

De esta manera, la expresión de un resultado nominal se transforma en uno real de manera simple, dejando en evidencia las fortalezas/debilidades del modelo de negocio en el entorno proyectado. Si se percibe una depreciación cambiaria real, para una compañía exportadora se podrá ver reflejado en sus ingresos como una mejora y, lo contrario si hubiese una apreciación.

Aquí la propuesta es proyectar utilizando premisas específicas, pero actualizar en base a la inflación esperada, asumiendo la inflación como el costo de oportunidad racional por operar de forma doméstica.

13) El efecto fiscal del ajuste por inflación

En los términos de la ley del impuesto a las ganancias, la contabilidad impositiva permite una estimación de ajuste inflacionario que resulta útil a los fines de la deducción de impuesto a la renta. Por ende, las decisiones de orden financiero en un contexto inflacionario pueden tener un impacto significativo cuando lo conectamos con la estimación de una magnitud de cualidades de tal relevancia como es el impuesto a las ganancias. Aquí la estructura de capital, la magnitud y composición de partidas monetarias y no monetarias nuevamente vuelven a tener un impacto fundamental.

Si la compañía incorpora deuda o no planifica correctamente la distribución de resultados manteniendo demasiado patrimonio neto inmovilizado, el efecto del ajuste por inflación puede resultar significativo, incluso llevando a cabo un análisis meramente estático comparando el cierre de ejercicios económicos.

Es también desde esta misma perspectiva por la cual la inflación puede resultar un aliado o un enemigo. Supongamos, por ejemplo, una compañía que tuvo en el año 2025 un resultado extraordinario y decidió no distribuir dividendos durante el ciclo 2025-2026 para reinvertirlos nuevamente. En 2026, el contexto del negocio fue bueno, pero no tanto como se esperaba. Imaginemos una inflación del período de 20 %. Su posición de rubros no monetarios y resultados es como se observa en tabla 15.

Para este caso, el efecto inflacionario generó una pérdida, con su consecuente escudo fiscal.

Tabla 15: Efecto inflacionario sobre activos no monetarios y patrimonio neto

Concepto	t_o	t_1 *(re-expresado)*
Activos no monetarios	10.000	11.000
Patrimonio neto	25.000	30.000
Efecto inflacionario (total)	-1.500	-3.750
Resultado operativo	*20.000*	*11.442*
Efecto inflacionario (total)	-1.500	-3.750
Resultado antes de impuestos	*18.500*	*7.692*
Impuesto a las ganancias	-6.475	-2.692
Resultado neto	*12.025*	*5.000*

3. Caso práctico: Aplicación general

A continuación presentamos una aplicación práctica para una empresa genérica de tres períodos. Consideraremos los dos enfoques comparativos con las siguientes premisas generales:

- Tasa de inflación: 2 %
- Costo de la deuda: 2 %
- Valor por ECF

1) Proyección nominal tradicional

Proyección a valores nominales, tradicional, se considera la inflación sin las pautas propuestas durante el desarrollo:

- Volúmenes constantes
- Precios ajustados por inflación
- Costo por diferencia de inventario (histórico)
- Política de caja constante
- Activo histórico – Reinversión a valores históricos
- Estructura de capital sin objetivo

Período	0	1	2	3
Ventas	12.000	12.240	12.485	12.734
Costos	-6.000	-6.080	-6.202	-6.326
Ut. Bruta	**6.000**	**6.160**	**6.283**	**6.409**
Gastos	-2.500	-2.550	-2.601	-2.653
EBITDA	**3.500**	**3.610**	**3.682**	**3.756**
D&A	-1.000	-1.020	-1.040	-1.061
EBIT	**2.500**	**2.590**	**2.642**	**2.695**
Resultados financieros		-100	-100	-100
EBT	**2.500**	**2.490**	**2.542**	**2.595**
IIGG	-875	-872	-890	-908
Resultado Neto	**1.625**	**1.619**	**1.652**	**1.687**
D&A		1.020	1.040	1.061
Inversión Activo Fijo		-1.020	-1.040	-1.061
WC Cuentas por Cobrar		-120	-122	-125
WC Bienes de Cambio		-40	-41	-42
WC Cuentas por Pagar		20	30	31
Deuda neta		0	0	0
Flujo de fondos		**1.479**	**1.519**	**1.551**
NOMINAL				
Caja	1.000	1.000	1.000	1.000
Cuentas por cobrar	6.000	6.120	6.242	6.367
Bienes de cambio	2.000	2.040	2.081	2.122
Activo Circulante	**9.000**	**9.160**	**9.323**	**9.490**
Activo Fijo	**10.000**	**10.000**	**10.000**	**10.000**
Activo Total	**19.000**	**19.160**	**19.323**	**19.490**
Deudas comerciales	1.500	1.520	1.550	1.581
Deudas financieras	5.000	5.000	5.000	5.000
Pasivo Total	**6.500**	**6.520**	**6.550**	**6.581**
Patrimonio Neto	**12.500**	**12.640**	**12.773**	**12.908**
P+PN	**19.000**	**19.160**	**19.323**	**19.490**
Control	**0**	**0**	**0**	**0**
Inidce ANN/PNM	**0,96**	**0,95**	**0,95**	**0,94**
D/PN	**40%**	**40%**	**39%**	**39%**
FFD	3.684	1.329	1.228	1.127
VT Actualizado	10.028			10.028
Valor	**13.712**			
Ke	**11,2%**			

2) Proyección nominal y homogénea ajustada

Considera dos proyecciones, una nominal con los ajustes propuestos y otra en moneda homogénea, actualizando por inflación.

- Volúmenes constantes
- Precios ajustados por inflación
- Costo directo (reposición)
- Política de caja ajustada por inflación
- Activo revaluado – Reinversión a valores de reposición (de mercado)
- Estructura de capital objetivo (óptima)

NOMINAL				
Período	0	1	2	3
Ventas	12.000	12.240	12.485	12.734
Costos	-6.000	-6.120	-6.242	-6.367
Ut. Bruta	**6.000**	**6.120**	**6.242**	**6.367**
Gastos	-2.500	-2.550	-2.601	-2.653
Efecto inflacionario operativo	-10	-110	-112	-114
EBITDA	**3.490**	**3.460**	**3.529**	**3.600**
D&A	-1.100	-1.122	-1.144	-1.167
EBIT	**2.390**	**2.338**	**2.385**	**2.432**
Resultados financieros		-100	-102	-104
Efecto inflacionario financiero		100	102	104
EBT	**2.390**	**2.338**	**2.385**	**2.432**
IIGG	-837	-818	-835	-851
Resultado Neto	**1.554**	**1.520**	**1.550**	**1.581**
D&A		1.122	1.144	1.167
Inversión Activo Fijo		-1.122	-1.144	-1.167
WC CxC		-120	-122	-125
WC CxP		30	31	31
Deuda neta		100	102	104
Efecto inflacionario		10	10	10
Flujo de fondos		**1.540**	**1.570**	**1.602**

HOMOGÉNEO				
Período	0	1	2	3
Ventas	12.000	12.000	12.000	12.000
Costos	-6.000	-6.000	-6.000	-6.000
Ut. Bruta	**6.000**	**6.000**	**6.000**	**6.000**
Gastos	-2.500	-2.500	-2.500	-2.500
Efecto inflacionario	-10	-108	-108	-108
EBITDA	**3.490**	**3.392**	**3.392**	**3.392**
D&A	-1.100	-1.100	-1.100	-1.100
EBIT	**2.390**	**2.292**	**2.292**	**2.292**
Resultados financieros		-98	-98	-98
Efecto inflacionario financiero		98	98	98
EBT	**2.390**	**2.292**	**2.292**	**2.292**
IIGG	-837	-802	-802	-802
Resultado Neto	**1.554**	**1.490**	**1.490**	**1.490**
D&A		1.100	1.100	1.100
Inversión Activo Fijo		-1.100	-1.100	-1.100
WC CxC		-118	-118	-118
WC CxP		29	29	29
Deuda neta		98	98	98
Efecto inflacionario		10	10	10
Flujo de fondos		**1.510**	**1.510**	**1.510**

NOMINAL				
Caja	1.000	1.020	1.040	1.061
Cuentas por cobrar	6.000	6.120	6.242	6.367
Bienes de cambio	2.000	2.040	2.081	2.122
Activo Circulante	**9.000**	**9.180**	**9.364**	**9.551**
Activo Fijo	**11.000**	**11.220**	**11.444**	**11.673**
Activo Total	**20.000**	**20.400**	**20.808**	**21.224**
Deudas comerciales	1.500	1.530	1.561	1.592
Deudas financieras	5.000	5.100	5.202	5.306
Pasivo Total	**6.500**	**6.630**	**6.763**	**6.898**
Patrimonio Neto	**13.500**	**13.770**	**14.045**	**14.326**
P+PN	**20.000**	**20.400**	**20.808**	**21.224**
Control	**0**	**0**	**0**	**0**
Indice ANM/ PNM	**0,96**	**0,96**	**0,96**	**0,96**

REAL				
Caja	1.000	1.000	1.000	1.000
Cuentas por cobrar	6.000	6.000	6.000	6.000
Bienes de cambio	2.000	2.000	2.000	2.000
Activo Circulante	**9.000**	**9.000**	**9.000**	**9.000**
Activo Fijo	**11.000**	**11.000**	**11.000**	**11.000**
Activo Total	**20.000**	**20.000**	**20.000**	**20.000**
Deudas comerciales	1.500	1.500	1.500	1.500
Deudas financieras	5.000	5.000	5.000	5.000
Pasivo	**6.500**	**6.500**	**6.500**	**6.500**
Patrimonio Neto	**13.500**	**13.500**	**13.500**	**13.500**
P+PN	**20.000**	**20.000**	**20.000**	**20.000**
	0	**0**	**0**	**0**
	0,96	**0,96**	**0,96**	**0,96**

FFD	3.824	1.385	1.271	1.167
VT Actualizado	10.473			10.473
Valor	**14.296**			
Ke	**11,1%**			

FFD	3.824	1.385	1.271	1.167
VT Actualizado	10.473			10.473
Valor	**14.296**			
Ke (real)	**9,0%**			

Las dispersiones en el valor responden a los criterios considerados anteriormente, reflejando una mejora de aproximadamente un 4,2 %. Estos ejemplos fueron desarrollados sin tomar en consideración que los mismos deberían ser evaluados sobre una base mensual, por lo que incluso, los escenarios nominales ajustados y de moneda homogénea, podrían presentarse con resultados diferentes.

4. Utilidad y aplicación práctica: Análisis de comparables

A los efectos de complementar un análisis de valuación por flujo de fondos, ya sea ante una decisión de inversión financiera o bien como parte de un proceso de compra-venta del negocio, es valuación se acompaña a menudo con una valuación por comparables, ya sea con otros negocios o con un *benchmark* representativo del mercado en el que la compañía opera.

Si bien las comparaciones en sí pueden resultar válidas, puede existir un error sistemático aún suponiendo que las compañías operan en el mismo entorno doméstico. Eso surge del enfoque expuesto, que demuestra que la existencia de inflación puede distorsionar fuertemente el análisis. Las diferentes estrategias de capital de trabajo, estructuras de capital y la propia lógica de cada negocio pueden llevar a estimaciones incorrectas al momento de tomar una decisión.

La incorporación de inflación operativa en el ebitda permite eliminar el error sistemático y arribar a una comparación más representativa que considere también la gestión de la compañía ante el entorno inflacionario sobre el cual debe decidir.

Por ende, también es importante resaltar que un método estrictamente contable como el RECPAM (Resultado por exposición a los cambios del poder adquisitivo de la moneda) puede no ser lo suficientemente detallado, puesto que se refleja como un único número sin posibilidad de interpretar qué parte corresponde a lo operativo y qué parte a lo estrictamente financiero (o vinculado con la decisión de endeudamiento estructural).

1) Normalización del ebitda

Al momento de evaluar comparativamente los elevados niveles inflacionarios de una economía como la de Argentina puede ser prudente considerar este efecto al momento de hacer comparaciones regionales e internacionales, para volverlas más representativas.

Nuevamente, entendiendo que se pudiera separar entre un efecto operativo y otro financiero, la compañía podría considerar que los resultados operativos de una empresa brasilera con los de una argentina difícilmente serían comparables. Esta dificultad surge no solo desde un punto de vista relativo con la venta, sino también desde la comparación en moneda dura, puesto que los procesos devaluatorios sistemáticos y atrasos cambiarios a menudo distorsionan esta comparación.

La incorporación de la inflación en períodos similares dentro de las variables operativas debe ser tenida en cuenta al momento de, por ejemplo, comparar los valores a ebitda de una compañía.

2) Dimensión visual del efecto y capacidad de gestionarlo

A los efectos de realizar un análisis en un entorno de alta inflación, la incorporación del ajuste permite dimensionar de manera cuantitativa cuál es el peso relativo que el efecto inflacionario tiene en los resultados del negocio. Asimismo, como parte de una planificación efi-

ciente, la posibilidad de dimensionarlo y medirlo también permite evaluar si las estrategias financieras de la compañía están siendo consistentes con la mitigación de dicho efecto o, por el contrario, resultan poco eficaces. Esta consideración permite incluir esta gestión, por ejemplo, como parte de un objetivo concreto del CFO.

5. Conclusiones

El desarrollo realizado permite concluir que la inflación no puede ser tratada como un componente adicional de la tasa de descuento, sino que su papel en el flujo para una valuación, así como para cualquier otro flujo, resulta fundamental. Siempre que mantengamos una consistencia con lo nominal o real del flujo y la tasa, correspondientemente, el efecto de la inflación resulta específico para cada negocio y depende de la composición patrimonial, del capital de trabajo, de la moneda en que se encuentran expresadas las partidas, de la política de caja, de la estructura de financiamiento y de las decisiones de inversión y distribución.

En consecuencia, una estimación representativa exige incorporar el efecto inflacionario en los flujos proyectados. Esto implica no simplemente reflejar el beneficio o la ganancia de la posición no monetaria (o por oposición, de la monetaria), sino también incorporar una serie de consideraciones que afectan la evolución de las partidas patrimoniales desde un punto de vista de la consistencia inflacionaria necesaria. Asimismo, permite separar una pérdida inmediata de una que puede visualizarse períodos adelante, puesto que, por ejemplo, la cancelación temprana de deudas contra el cobro tardío de ventas empeora la posición de la compañía a medida que avanza la inflación (y lo opuesto en el caso contrario), pero sin este mecanismo resulta difícil de apreciar hasta que es demasiado tarde.

Distinguir entre partidas monetarias y no monetarias, y separar el efecto operativo (originado en el modelo de negocio y en el capital de trabajo) del efecto financiero (asociado al endeudamiento y a su costo), es una forma de brindar mayor claridad respecto de las decisiones que la compañía y la gestión financiera de la misma toman respecto de la posibilidad de protegerse contra la inflación o asumir su costo.

El endeudamiento funciona como un mecanismo de defensa contra la exposición inflacionaria, pero es importante destacar que esto ocurre toda vez que el beneficio derivado de esa protección y de su escudo fiscal compense el costo efectivo del financiamiento. Un incremento en la tasa efectiva de financiamiento por encima del efecto inflacionario exigirá trabajar con una proporción de deuda menor.

Desde un punto de vista operativo, la consistencia de una proyección bajo un entorno inflacionario debe considerar las siguientes premisas:

1) separar precio y volumen para estimar correctamente los ajustes proyectados asociados a la variable más representativa;
2) utilizar valores de reposición en las compras para mantener un costo de oportunidad prudente;
3) proyectar en términos reales la caja para garantizar retiros y niveles de endeudamiento consistentes,

4) revalorizar los activos para reflejar luego una desvalorización coherente con la obsolescencia y uso de los bienes a valores de mercado, así como una reinversión real en línea con la sustentabilidad del negocio;
5) proyectar con una periodicidad mensual y alinearla lo más representativamente posible con la estacionalidad del negocio;
6) recurrir a información de gestión que refleje los plazos efectivos de cobro y pago, la composición de ingresos y gastos por monedas, así como la distinción entre costos variables y fijos;
7) asegurar la estabilidad de una estructura de capital óptima, en caso de que el punto de partida lo refleje, tomando en consideración que la compañía podría requerir financiamiento adicional para mantenerla.

En un entorno de valuación de empresa hemos visto que la elección del método y el uso apropiado de una tasa también presentan desafíos. El uso de un ECF por sobre un FCF, si bien puede ser una alternativa que imprima mayor complejidad, puede presentar mayor nivel de consistencia a los efectos de mantener visibles niveles de endeudamiento, políticas de caja, de distribución y una estructura de capital consistente con el tiempo. Por otro lado, la aplicación de una tasa nominal para un flujo nominal, o de una tasa real para un flujo real, debe también considerar dicho efecto en la tasa de crecimiento. Dicho esto, si una economía del primer mundo crece al 2 % y mantiene una inflación anual del 2 %, no habría crecimiento real alguno.

Por todos estos motivos, el ajuste por inflación debe entenderse como una dimensión transversal dentro de un modelo de valuación y no como una corrección en la tasa o meramente contable que permite, por gracia de la ley doméstica, aplicarlo a la deducción de impuestos (o incrementarlos, si el efecto inflacionario fuese positivo). La consideración del ajuste por inflación y su incorporación explícita mejora la comparabilidad de los resultados, evita confundir crecimiento nominal con creación de valor y permite reconocer de manera más transparente los efectos patrimoniales y financieros que determinan la capacidad real de generación de fondos. Bajo premisas consistentes entre flujos, tasas y crecimiento terminal, el enfoque propuesto proporciona una estimación de valor robusta y económicamente representativa, especialmente en contextos en los que la inflación altera de forma significativa las decisiones operativas y financieras de la empresa.

La incorporación del ajuste por inflación directamente en el flujo de fondos permite representar con mayor precisión la forma en que la inflación afecta a la empresa valuada. El objetivo de este enfoque es reconocer que los efectos inflacionarios no se distribuyen de manera uniforme entre períodos ni partidas, sino que dependen de la composición patrimonial, de la posición monetaria neta, de los descalces operativos y financieros, y del tratamiento fiscal aplicable.

REFERENCIAS

Albornoz, C. y Tapia, G. (Ed) (2017). *Tratado de finanzas: Negocios, empresas y organizaciones.* Thompson Reuters, La Ley

International Accounting Standards Board. *NIC 29: Información financiera en economías hiperinflacionarias.* IFRS Foundation

Jacobo, A. D. & Sosvilla-Rivero, S. (2021). *An empirical examination of purchasing power parity: Argentina 1810-2016*. International Journal of Finance & Economics, 26 (2): 2836-2853

Marcos, D. y Gutiérrez, O. (2024). *Desafíos actuales en los análisis financieros y de gestión con algunos KPI.* Disertaciones en 44 Jornadas de Administración Financiera (SADAF), págs. 162-185

Vélez-Pareja, I. (2006). *Valoración de flujos de caja en inflación. El caso de la regulación en el Banco Mundial*. Academia, Revista Latinoamericana de Administración, 36: 24-49

López Dumrauf, G. (2010). *Finanzas corporativas. Un enfoque latinoamericano,* 2ª ed. Alfaomega