



UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR

TESIS DE MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN

Efectos de la Inflación en el Análisis financiero histórico y prospectivo.

Análisis de un caso

Autor:

Lic. Sofía Martino

Bahía Blanca

Argentina

2016

PREFACIO

Esta Tesis se presenta como parte de los requisitos para optar al grado Académico de Magister en Administración, de la Universidad Nacional del Sur y no ha sido presentada previamente para la obtención de otro título en esta Universidad u otra. La misma contiene los resultados obtenidos en investigaciones llevadas a cabo en el ámbito del Departamento de Ciencias de la Administración, durante el periodo comprendido entre febrero de 2014 y noviembre de 2015, bajo la dirección de Dra. Anahí Briozzo y de Mg. Diana Albanese.

.....



UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR
Secretaría General de Posgrado y Educación Continua

La presente tesis ha sido aprobada el.../.../....., mereciendo la calificación de...

(.....)

RESUMEN

Los estados financieros constituyen la principal fuente de información acerca de la situación económico-financiera de un ente, y de los resultados derivados de la operación, para usuarios externos, en el proceso de toma de decisiones. En economías inflacionarias, la información contable presenta datos distorsionados y poco precisos, dada la falta de reconocimiento del efecto de la inflación sobre los estados financieros. La inflación, incluso a tasas bajas, afecta los estados financieros de dos formas. La primera, por la pérdida de poder adquisitivo de la moneda, que no permite la comparabilidad de las cifras de los distintos periodos. La segunda, por la variabilidad en la estructura de precios relativos, lo cual genera una incidencia no neutral sobre los estados financieros. El propósito del trabajo fue analizar la inflación como un factor distorsionador de la información financiera. El estudio se centra en dos técnicas de corrección por inflación, que aproximadamente aplican una corrección sobre los datos históricos de la información financiera, con el fin de expresarlos en términos de una moneda común. El análisis se desarrolló a partir de un estudio de caso, para una empresa emisora de obligaciones negociables en el Panel PyME de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, durante los ejercicios económicos correspondientes desde el año 2009 al 2013. Los resultados muestran que la inflación afecta la calidad de la información financiera y los ratios de desempeño, conduciendo a ratios de rentabilidad significativamente menores, eventualmente sesgando la toma de decisiones de inversión y financiamiento.

ABSTRACT

The financial statements of a company constitute the main source of information about its financial situation and operational results for external users, and thus, it plays a substantial role in the decision-making process. However, in inflation economies, nominal financial statements present distorted and hardly truthful information. Inflation, even at lower rates, affects financial statements in two ways: First, because of the loss of purchasing power over time, which makes the amounts not additive. Second, because of the variability of relative prices, that generates a non-neutral effect over financial statements. Considering these issues, the purpose of this study was to analyze inflation as a factor that distorts financial information. The research centered on two inflation-measuring techniques, which approximately re-expressed historical data produced by the financial statements. The analysis developed by means of a case study, of a SME that issues debt securities through the Buenos Aires Stock Exchange, and therefore, it has publicly available financial data. It has been considered a period of five years, from fiscal year 2009 to 2013. Results showed that inflation affects the quality of the information provided by the financial statements and performance ratios, leading to lower profit indicators and, eventually, misguided financing and investment decisions.

INDICE

Introducción.....	7
Motivación.....	7
Objetivo General	8
Objetivos Específicos	8
Metodología.....	8
1. Marco Teórico	10
1.1. Caracterización de las economías inflacionarias	10
1.1.1. La pérdida de poder adquisitivo de la moneda	10
1.1.2. La no-neutralidad de la inflación.....	10
1.1.3. La inflación en la Argentina post-devaluación.....	11
1.2. El análisis financiero en contexto de inflación.....	13
1.2.1. Los objetivos de la información financiera	13
1.2.2. El análisis financiero cuando existe inflación	14
1.3. El ajuste por inflación a través de índices de precios	16
1.4. Ajuste tradicional por inflación: Antecedentes normativos.....	20
1.5. La técnica de “corrección aproximada” por inflación de los estados financieros	21
1.6. Análisis financiero de la información contable	24
1.6.1. Reordenamiento de la información contable para el análisis financiero	24
1.6.2. Selección y análisis de indicadores de rendimiento.....	25
1.6.3. Análisis prospectivo	28
1.7. Comentarios finales.....	29
2. Metodología.....	30
2.1. Metodología de estudio de caso.....	30
2.2. Selección de la unidad de análisis	32
2.3. Planteo de las proposiciones.....	33
2.4. Descripción y metodología del análisis financiero con inflación a aplicar	33
2.4.1. Etapas de la corrección por inflación: Corrección intra-ejercicio e inter-ejercicio.	34
2.4.1.1. Corrección intra-ejercicio.....	34
2.4.1.2. Corrección inter-ejercicio.....	37
2.5. Alternativas para la corrección de la información financiera por inflación.....	38
2.5.1. Corrección homogénea - Aplicación de un solo índice de precios (IPC-SL).....	38
2.5.2. Corrección diferencial - Aplicación de dos índices de precios: IPC-SL e Índice sectorial.	39
2.6. Reordenamiento de la información financiera.....	42

2.7.	Cálculo de los indicadores de rendimiento	43
2.8.	Estimación de los índices de precios a aplicar.....	43
2.8.1.	Elección del índice general.....	44
2.8.2.	Estimación del índice sectorial	44
2.9.	Comentarios finales.....	46
3.	Análisis del caso	47
3.1.	Presentación del caso y su contexto	47
3.2.	Presentación de la información financiera.....	48
3.3.	Presentación de índices de precios a utilizar	49
3.4.	Cálculo de ajuste por anticuación.....	50
3.5.	Corrección Homogénea	52
3.5.1.	Corrección Homogénea. Etapa Intra-ejercicio.....	52
3.5.2.	Corrección Homogénea. Etapa Inter-ejercicio.....	54
3.6.	Corrección Diferencial	56
3.6.1.	Corrección Diferencial. Etapa Intra-ejercicio.....	56
3.6.2.	Corrección Diferencial. Etapa Inter-ejercicio.....	58
3.7.	Resultados comparativos reordenados.....	60
3.8.	Calculo de indicadores financieros.....	63
<u>3.9.</u>	Análisis de resultados	64
3.9.1.	Análisis del Rendimiento operativo (ROA)	64
3.9.1.1.	Análisis de los componentes del ROA: Rotación operativa y Margen neto sobre ventas ...	65
3.9.2.	Costo del pasivo financiero	66
3.9.3.	Ratio de endeudamiento	67
3.9.4.	Rendimiento Patrimonial (ROE)	68
3.10.	Análisis prospectivo	69
3.10.1.	El contexto económico del sector automotriz en 2013.....	69
3.10.2.	Perspectivas económicas para 2014.....	70
3.10.3.	Definición de los parámetros y supuestos para la proyección	71
3.10.4.	Análisis de los resultados y comparación con estados financieros reales 2014	78
4.	Conclusiones de la investigación.....	82
	Bibliografía y Referencias	86

Introducción

Motivación

La información que brindan los estados financieros debe ser lo suficientemente integral y aproximada a la realidad económica, de modo tal que satisfaga las expectativas de los diversos usuarios que la utilizan en un proceso de toma de decisiones. La medición es uno de los procesos más importantes de la contabilidad patrimonial, ya que del mismo dependen aspectos como la situación patrimonial, la distribución de dividendos y la posible descapitalización del ente (Vazquez Roberto & Bongianino Claudia, 2008).

Para expresar y comparar las medidas contables se utilizan unidades monetarias. En los últimos años se ha generalizado el uso de la expresión “moneda funcional” para referirse a la del entorno económico primario en el cual se generan sus principales flujos de efectivo (Newton, 2010). Cuando las empresas operan en contextos inflacionarios (o deflacionarios) se generan dos problemas que deben ser adecuadamente abordados en pos de preservar la utilidad de la información que sustenta la toma de decisiones: En primer lugar, la moneda experimenta la pérdida del poder adquisitivo. El acelerado incremento en el índice general de precios, contribuye a sesgar la información y comprometer la comparabilidad de los datos. En este sentido, Chyrikins & Montagnini (2011), argumentan que no pueden efectuarse comparaciones válidas, cuando los montos están expresados en unidades monetarias cuya capacidad adquisitiva se modifica, dado que no configuran unidades homogéneas. Cuando el poder adquisitivo de la unidad de medida se altera, la información financiera deja de ser representativa y no configura una base confiable para la toma de decisiones. En segundo lugar, se generan variaciones en la estructura de precios relativos, y se introducen sesgos que también afectan la calidad de los datos. Dabús, (2000), sostiene que existe abundante evidencia de una asociación positiva entre la inflación y la variabilidad de los precios relativos.¹ Con el crecimiento de la inflación, se incrementa la incertidumbre, el nivel de ruido en los mercados, lo que provoca una toma de decisiones más errática por parte de los agentes económicos (Dabús, 2000). En consecuencia, cuando se pretende analizar la evolución de ratios financieros y la información no se corrige por inflación, se generan sesgos que conducen a decisiones de inversión y financiamiento erróneas (Modigliani & Cohn, 1984).

En la Argentina, en el año 2003, a partir de la emisión del decreto del Poder Ejecutivo Nacional 664/2003, se suspendió el ajuste de la información contable por efectos de la inflación. Sin embargo, el crecimiento sostenido de los precios se ha mantenido a lo largo de los últimos años. Se plantea, entonces, un interrogante sobre si los estados contables presentan realmente la situación económica, patrimonial y financiera de una empresa, es decir, si brindan información contable confiable para la toma de decisiones. El presente trabajo

¹ A partir del trabajo de Tomassi para Argentina (1993), se plantea que existe evidencia empírica de que la variabilidad de los precios entre los bienes aumenta con la inflación. Citado por Dabús (2003).

intenta desarrollar un modelo que resulte útil para los usuarios de la información financiera de una empresa. La idea principal es el planteo de un modelo simple, desarrollado desde un enfoque de gestión, que capture los principales efectos de la información financiera y configure una aproximación a la realidad económica de la firma. El trabajo está destinado a inversores, acreedores entidades bancarias o financieras, que utilicen la información financiera para diferentes fines. Se intenta plantear un modelo factible de aplicación práctica que, por un lado capture los principales efectos de la inflación y, por otro, la incidencia no neutral sobre los componentes del rendimiento de la empresa.

Objetivo General

El objetivo general consiste en analizar el impacto de la inflación sobre la información financiera, para comprender cómo es que el incremento en el nivel de precios y la distorsión en los precios relativos afectan la calidad informativa de las cifras que arrojan los estados financieros.

Objetivos Específicos

Los objetivos específicos se describen a continuación:

- ✓ Analizar el efecto de la inflación sobre indicadores de rendimiento clave, para comprender el mecanismo por el cual se distorsiona la calidad informativa de los datos utilizados como base para la toma de decisiones
- ✓ Analizar de qué modo los factores sectoriales y macroeconómicos impactan sobre la información financiera y deben considerarse al aplicar un método de ajuste por inflación.

Metodología

La investigación se desarrollará a través del método de estudio del caso. Se ha optado por una empresa Pyme perteneciente a un sector que ha experimentado un gran dinamismo en los últimos diez años: la comercialización de automóviles y repuestos. La firma seleccionada para desarrollar el análisis, es actualmente concesionaria de la marca Toyota y su razón social es Asahi Motors Argentina S.A. Se encuentra inscrita en la Comisión Nacional de Valores, como agente emisor de Obligaciones Negociables desde el año 2011 y, por tanto, la información de sus Estados Contables es de carácter público. La firma cumple con las regulaciones y certificaciones de calidad impuestas por Toyota Argentina y, ha experimentado un notable crecimiento en los últimos cinco años.

A través del desarrollo del trabajo, se intenta analizar en qué medida la inflación distorsiona las cifras de los estados financieros de una empresa en particular. La elección de un caso único de análisis responde a la necesidad de comprender las cuestiones sectoriales y específicas de la empresa para comprender más acabadamente el efecto de la inflación sobre las cifras financieras y las decisiones corporativas. Se intenta estudiar el grado en que el crecimiento nominal que se observa a simple vista, año a año en los estados

financieros, es en realidad menor si se considera el impacto de la inflación. El eje del trabajo consiste en analizar tres alternativas para aplicar un análisis financiero cuando existe inflación.

Un caso en que no se aplica índice de precios alguno para analizar los estados financieros, desestimando el efecto de la distorsión de la misma sobre el poder adquisitivo de la moneda, y sobre la estructura de precios relativos.

El caso que se denominará “corrección homogénea”, en el cual se aplica un solo índice de precios para “corregir” por inflación las cifras de los estados financieros. En este caso se captura la pérdida de poder adquisitivo de la moneda por efecto de la inflación, pero no se refleja el cambio sobre la estructura de precios relativos.

Un caso que se denominará “corrección diferencial”, en el que se aplican dos índices de precios para “corregir” por inflación los estados financieros. En este caso se captura la pérdida de poder adquisitivo de la moneda por efecto de la inflación, y se intenta reflejar el cambio sobre la estructura de precios relativos.

Posteriormente, se estudiará el efecto de la inflación sobre un conjunto de indicadores representativos de la situación global de la empresa en forma comparativa, en las tres situaciones planteadas: sin corrección por inflación, con corrección uniforme y con corrección diferencial. El último paso consiste en realizar un análisis prospectivo utilizando como base las conclusiones arribadas en el análisis financiero desarrollado.

.
El trabajo se estructura de la siguiente manera: En una primera etapa se presenta el marco teórico para contextualizar la investigación. En una segunda etapa se presenta y describe la metodología a utilizar, que incluye tanto la justificación de la elección del método del caso para el desarrollo de la investigación, como también las etapas de investigación, la elección de los índices de precios a aplicar y la descripción de las técnicas de corrección por inflación. En el tercer capítulo, se desarrolla el análisis cuantitativo del caso, histórico y prospectivo y, por último, en el cuarto capítulo, se describen las conclusiones obtenidas del análisis.

1. Marco Teórico

1.1. Caracterización de las economías inflacionarias

1.1.1. La pérdida de poder adquisitivo de la moneda

Se denomina inflación al aumento generalizado y sostenido en el nivel de precios. Tradicionalmente, el análisis económico suele definir tres tipos de inflación (Rapaport, 2010): La inflación de demanda, que se origina en un exceso de demanda respecto de la oferta de bienes y servicios; la inflación de costos, derivada del incremento nominal de salarios e insumos a un ritmo más acelerado que la productividad del trabajo asalariado; y, por último la inflación estructural, causada por el cambio de los precios relativos en sectores con rigidez a la baja de los precios. En el caso de la Argentina, la inflación se origina en problemas estructurales, mientras que los demás tipos de inflación actúan como mecanismos de propagación. (Castagna Alicia & Modolo Christian, 2005).

Una definición ortodoxa define a la inflación como un fenómeno estrictamente monetario, en el que la masa monetaria crece por encima de los bienes y servicios disponibles (Chitarroni, 2014). Por su parte, Banzas (2013) sostiene que las empresas no deciden elevar los precios porque la oferta de dinero es mayor, sino que lo hacen porque la demanda aumenta y creen que el incremento de precios no conlleva una disminución de ventas.

En las economías inflacionarias, existe un conjunto de decisiones de precios, como respuesta a cambios en los costos de producción, a la demanda y a decisiones de política económica (D'Amato Laura & Castagnino Tomás, 2013). Dabús (2000), considera que los factores que provocan la inflación pueden ser muy diversos y no necesariamente excluyentes entre sí, y que los mismos suponen impulsos monetarios-fiscales, empujes de costos y mecanismos de indexación. Estos últimos presentan un componente inercial. En efecto, dado que una gran parte de las transacciones económicas se realizan a través de contratos, se generan dinámicas de protección contra la inflación, que tienen efectos inerciales sobre los niveles de incrementos de precios. (Frenkel, 2015). Cuando no existe inflación, los contratos tienen duración larga y no existe indexación. Cuanto mayor es la inflación, tanto más inciertos son los precios futuros y los riesgos de pérdida en los contratos nominales son mayores. Es entonces cuando la indexación retroalimenta la inflación y se agrava el fenómeno. (Frenkel, 2015)

1.1.2. La no-neutralidad de la inflación

Keynes sostenía que “la moneda no tiene más importancia que por lo que ella permite adquirir, y que una modificación de la unidad monetaria que afecta de modo uniforme a todas las transacciones no tiene

consecuencias”. Una economía con inflación, no es igual a una economía sin inflación con precios más altos, sino que conforma una economía distinta. (Fornero, 2014). Cuando además de inflación, existen expectativas de que la inflación persistirá, la asignación de recursos no es igual a la que habría en una situación de estabilidad de precios. Al generarse mecanismos de protección, se van estructurando cambios y dinámicas que luego son difíciles de revertir. (Fornero, 2014). Puede decirse entonces que la variabilidad en los precios relativos se incrementa sistemáticamente con el nivel de inflación, generando un componente de “ruido” que genera mayor dispersión en precios relativos (Dabús, 2000). En la Argentina, por ejemplo, la elevada variabilidad de precios observada en épocas de alta inflación, se asocia a una tasa de inflación más volátil y menos predecible, y ello afecta el contenido informativo de los precios (Dabús, 2000).

Un estudio realizado por Bonomo (1993), sostiene que el precio nominal de cada bien se mantiene constante por un tiempo, y luego efectúa un salto; mientras que el precio óptimo del mismo bien se incrementa más rápidamente. Existen costos de ajuste, que explican el grado de rigidez de los precios. La magnitud de estos costos de ajuste influye en el lapso en que los precios nominales se mantienen por un tiempo determinado. Por otra parte, el mismo modelo explica que, del lado de la demanda, existe el costo de búsqueda. Ya sea visitando varias empresas o visitando varias veces la misma, el consumidor estudia los precios y determina si continúa su búsqueda o decide la compra. (Bonomo, 1993). Esto ocurre si el precio encontrado es lo suficientemente bajo como para discontinuar la búsqueda. Por otra parte, Gertner & Benabou (1993), estudiaron la información de precios que una empresa provee a otra. El análisis sugiere que mientras más alta es la inflación, más alta es su variabilidad y que la inflación debe entenderse como un fenómeno que afecta no solo la tendencia de aumento de precios, sino también la varianza de dicho incremento. En consecuencia, cuando un consumidor, en su proceso de búsqueda, encuentra un precio mayor al esperado, le resulta difícil de discernir si ello ocurre porque la empresa tiene precios más altos que la media, o si ese precio refleja una inflación más alta que la esperada. ¿Cómo decide entonces el consumidor? Considera que existe una correlación positiva entre los costos de las firmas, y por ende entre sus precios. De modo que el análisis del mercado bajo inflación debe considerar ambos lados: demanda y oferta, con sus costos asociados: costos de búsqueda y costos de ajuste, respectivamente. (Bonomo, 1993). Gertner & Benabou (1993), sostienen que esas conclusiones pueden no cumplirse del todo en la realidad, dado que existen ciertas variables difíciles de cuantificar, pero que realmente influyen tanto en el proceso de compra como en el proceso de venta. En resumen, la no-neutralidad de la inflación, afecta la demanda, la evolución de las relaciones entre precios, el rendimiento de las empresas, junto con las decisiones de inversión y financiamiento. Los efectos de la inflación dentro de la empresa, recaen de forma dispar sobre los diferentes tipos de activos y costos.

1.1.3. La inflación en la Argentina post-devaluación

El periodo entre 1991 y 2001 se signó por cambios económicos profundos, caracterizados por la fijación de un tipo de cambio de paridad con el dólar, la apertura y desregulación de los mercados, un modelo de

dependencia del capital externo y un proceso de centralización y concentración del capital. Durante ese periodo, prevaleció la estabilidad de precios tanto mayoristas como minoristas, y la prohibición de prácticas indexatorias² (Ciminari, 2011). La Argentina configuraba una economía pequeña respecto del mercado mundial, tomadora de precios internacionales (Frenkel, 2012). Con la apertura relativa de las barreras arancelarias y el consecuente incremento de las importaciones, se produjo un deterioro de la industria nacional, que históricamente estuvo conformada por Pymes orientadas al mercado interno.

En 2002, luego de una profunda crisis económica, política y social, se aplicó una devaluación asimétrica, fijando el tipo de cambio a \$1,403. El modelo de un dólar alto modificó la estructura económica del país y las relaciones con el comercio internacional, configurando un comercio exterior basado en la exportación de materias primas e insumos para producción. (Varesi, 2009). La devaluación planteó la posibilidad de que los sectores industriales perjudicados por las políticas económicas de la década del noventa, resurjan. El tipo de cambio real vigente luego de la devaluación implicó una fuerte modificación en la estructura de precios relativos. (Visintini, Mamondi & Rosales, 2013). La disminución de los salarios reales permitió una fuerte recomposición de la tasa de ganancia. Ello, sumado a las bajas tasas de interés vigentes implicó una mayor rentabilidad relativa de las inversiones productivas en relación con las inversiones financieras. (Varesi, 2009). Este fenómeno fue acompañado de una mejora de la demanda externa, especialmente de cereales, hidrocarburos y sus derivados (Ortiz & Schorr, 2007). Además, la devaluación significó el cambio de conceptos políticos vinculados a la defensa de la industria nacional, un rol más presente del Estado y la posibilidad de lograr un país competitivo. (Ciminari, 2011).

Entre 2002 y 2007, un nuevo modelo se propone lidiar con la crisis del 2001, en la que el Estado asume un rol fundamental en la movilización de recursos a través de mecanismos de transferencia. El gobierno lanzó un plan anticrisis (Varesi, 2009), que incluyó entre otras cosas, la estatización de las AFJP (Administración privadas de fondos de jubilaciones y pensiones), el fortalecimiento de cuentas fiscales, la financiación a través de la ANSES (Organismo estatal que controla los fondos de jubilaciones y seguridad social), la devaluación gradual de \$3,15 a \$3,95 en 2010, la protección de la producción local, además de medidas de control de las importaciones, beneficios y exenciones impositivas a empresas, blanqueo de capitales, moratorias impositivas, un masivo plan de obra pública y diversos planes sociales. En este contexto, un aspecto clave ha sido la creciente presión tributaria. Según la OCDE⁴ (2011), la carga tributaria en Argentina ha aumentado de manera constante desde 2002, llegando a 33,5% del PIB, nivel más alto de América Latina. En particular, esto ha sido resultado de la creciente implementación de impuestos al comercio exterior, la

² Excepto las tarifas de servicios públicos, que eran fijadas en dólares y se actualizaban según la inflación de Estados Unidos (Frenkel, 2006).

³ Esto se aplicó a partir de la sanción de la Ley de Emergencia pública y reforma del régimen cambiario, Nro. 25561

⁴ OCDE (Organization for Economic Co-operation and Development) es un organismo de cooperación internacional, compuesto por 34 estados, cuyo objetivo es coordinar sus políticas económicas y sociales para maximizar el crecimiento económico y colaborar en el desarrollo de países miembros.

permanencia del impuesto inflacionario y la falta de ajuste de los tipos y exenciones fiscales de algunos impuestos. (Visintini, Mamondi & Rosales, 2013). La mayor presión fiscal generó desincentivos al ahorro y la inversión.

En 2008, se suceden cambios importantes en el nivel político y económico, se comienzan a palpar los primeros síntomas de la crisis financiera internacional, que alcanzó a la Argentina en una etapa en la que desde hacía cinco años crecía al 9% anual. (Varesi, 2009). Este fenómeno se manifestó a través de dos vías: En primer lugar, por el impacto en el comercio exterior, en las dos variables clave: precios y cantidades. Los precios de materias primas que habían alcanzado records históricos, cayeron un 50% en petróleo y derivados, y un 30% el resto de las materias primas (Klitenic, 2010). En segundo lugar, los ajustes de los planes de producción de las empresas, implicaron una desaceleración del crecimiento, un aumento del desempleo por una caída en el comercio exterior.

No obstante, a partir de 2008 comenzaron a evidenciarse algunos cambios en la dinámica económica en relación a los años anteriores. Entre otros, el incremento de los precios de los commodities internacionales, la desaceleración de la industria manufacturera y la creación de empleo, que fue creciendo a tasas cada vez menores.

Ya a fines de 2009 el nivel de actividad comenzó a recuperarse y el tamaño de la economía aumentó a tasas crecientes, de manera que en 2010 y hasta el tercer trimestre de 2011 las tasas de aumento interanual se encontraron en torno del 10%. (Visintini, Mamondi & Rosales, 2013)

Hacia 2011, el deterioro de las cuentas públicas comenzó a ser importante. Las cifras oficiales indican que el 2011 cerraba con un déficit financiero (después del pago de la deuda pública) del orden de los 12 millones de pesos. (CPCE, 2012). Esto motivó la revisión de la política de subsidios, en particular energía, electricidad, gas, agua y transporte público. Además se sumaron decisiones como medidas restrictivas para la adquisición de divisas, pago de importaciones y giro de divisas al exterior (CPCE, 2012). Un factor adicional, fue la desaceleración del crecimiento por la merma en las ventas al mercado brasilero.

En 2012 la inflación alcanzó el 24,6% a pesar de la desaceleración del crecimiento productivo, el crecimiento en los precios pareciera contar con una dinámica propia, independiente del nivel de actividad, básicamente como consecuencia del creciente gasto público y la expansión monetaria. (CPCE, 2012).

En 2013, impulsado por el consumo y el creciente gasto público, hubo una recuperación económica como consecuencia del impulso de la demanda y de la construcción. Esta última por efecto del programa de reactivación de obras de infraestructura y el programa de creación de vivienda “Pro.cre.ar Bicentenario”. (CIFRA, 2014). Al mismo tiempo, se produjo la caída de la producción manufacturera vinculada con la crisis mundial y el menor crecimiento de la economía brasilera.

1.2. El análisis financiero en contexto de inflación

1.2.1. Los objetivos de la información financiera

Burton (1974), define a los objetivos de los estados financieros como la herramienta que provee a los usuarios con información adecuada para la proyección, comparación y evaluación de la capacidad de generación de ingresos de la empresa. Es un método para determinar las consecuencias financieras de las decisiones de negocios, aplicando técnicas que permiten seleccionar la información relevante, realizar mediciones y obtener conclusiones. Siguiendo a Fornero (2014), el análisis financiero consiste en convertir un conjunto de observaciones (de base contable, operativa, competitiva o económica), premisas y estimaciones, en una conclusión acerca de una empresa o un negocio.

El objetivo del análisis financiero, según Palepu, Krishna & Healy Paul (2001), es la utilización de datos financieros para evaluar el rendimiento pasado de la firma y analizar su grado de sustentabilidad financiera. Para el autor, el análisis financiero debe cumplir dos requisitos. Primero debe ser sistemático y eficiente. Y segundo, el análisis debe permitir al usuario la exploración de los diversos aspectos del negocio. El autor sostiene que, cuando la información es pública, si bien los usuarios externos se encuentran en una posición de desventaja respecto de la disponibilidad de información, pueden interpretarla en forma objetiva, y tomarla como base para la toma de decisiones.

1.2.2. El análisis financiero cuando existe inflación

El tratamiento de la información contable y financiera en contextos de inflación, ha sido estudiado en la literatura, dada la historia inflacionaria de la Argentina. Newton (2010), plantea el desarrollo de subsistemas computarizados que permitan el ajuste de las partidas contables cuyo poder adquisitivo varía en forma diversa, a través de ejemplos de aplicación de los diferentes métodos. En línea con este autor, Fraga & Giuffanti (2009), analizaron los efectos de la inflación sobre las cifras contables a través del estudio de casos ficticios. Los autores sostienen que es necesario aplicar un coeficiente corrector como paso previo para comparar y analizar estados contables de diferentes periodos. Por otra parte, Provenzani, (n/d), analiza el grado de confiabilidad de la información contable cuando existe inflación, máxime bajo un contexto de desconocimiento de las cifras reales de inflación. Los valores de reposición se modifican constantemente y entonces resulta fundamental buscar unicidad de criterio para reflejar los efectos de la inflación sobre la información contable.

La forma de preparación y presentación de la información, debe aspirar a ser útil para servir de apoyo a la toma de decisiones de los diversos usuarios. La calidad de la información financiera, constituye un aspecto vital para las empresas, de hecho, el mejoramiento de la calidad de la información tiende a reducir las asimetrías de información y, por ende, a disminuir el costo del capital. De modo que la calidad de información, contribuye a facilitar a los inversores el proceso decisorio (Cohen, 2001). Sin embargo, este aspecto no resulta tan sencillo. Al momento de desarrollar el análisis financiero se pueden encontrar problemas conceptuales y problemas técnicos. (Fernandez, 1986):

Los problemas conceptuales se refieren a la selección de variables más relevantes a considerar para el diagnóstico, las determinaciones de las relaciones de sustitución entre ellas, la influencia de la utilización de datos históricos, entre otros.

Los problemas técnicos, se refieren a la información aportada por los estados financieros, que pueden no reflejar fielmente la realidad económica e inducir a error por distorsiones en la interpretación de los mismos. Las causas radican en que existen inconsistencias entre los conceptos económicos y contables, además de las diferencias surgidas por ejemplo por aplicación de diferentes criterios de medición contables.

En contextos inflacionarios, se incrementan los problemas técnicos tanto por el carácter heterogéneo de las cifras de los estados financieros, como también por las distorsiones que introduce la variabilidad de los precios relativos. Modigliani & Cohn (1984), sostienen que las herramientas desarrolladas en un contexto de precios estables pueden inducir a errores en un mundo con inflación si no se reinterpretan y adaptan adecuadamente. Hacia niveles inflacionarios bajos, los estados financieros pueden aún proveer información útil para la toma de decisiones. Sin embargo, se puede considerar que la inflación es alta cuando es mayor al 5% (Fornero, 2014). El efecto es que se van generando distorsiones que comprometen la utilización y comparabilidad de la información. (Burton, 1974). El problema es determinar cómo afecta la inflación a los estados financieros. Se podrían mencionar variados ejemplos en los que la inflación sesga la toma de decisiones corporativas: Desde el punto de vista del análisis económico interno de la empresa, en situaciones de inflación esperada alta, existe un sesgo hacia alternativas inversión de duración más corta; en las decisiones entre activos, se presentan opciones de cambio hacia activos de vidas también más cortas y el incremento de la ganancia en términos nominales disminuye la necesidad de financiamiento externo (Fornero, 2014). Del lado del financiamiento, disminuye el plazo medio de las deudas y la inflación puede desalentar la contratación de préstamos a tasa de interés fija.

Siguiendo a Fornero (2014), existen tres tipos de efectos de la inflación sobre las decisiones:

- ✓ Efectos por la traslación y la absorción de cambios de precios
- ✓ Efectos por la exposición de los saldos nominales de activos y pasivos
- ✓ Efectos por los criterios de valuación para determinar el importe imponible para el impuesto a las ganancias

Los efectos por la traslación y absorción de cambios de precios, incluyen aquellos cambios en las relaciones de precios que afectan el rendimiento de las empresas y la variabilidad de la ganancia en el tiempo. La consecuencia, depende de la trayectoria que tomen los precios y costos, el sector al que pertenece la empresa, y la dinámica de ajuste a los nuevos precios. La traslación y absorción de cambios de precios debe considerarse para interpretar las cifras históricas, tanto de ganancia como de activos, y para analizar las cifras que se utilizan para la proyección financiera.

Los efectos por la exposición a la inflación de los saldos nominales impactan sobre los saldos monetarios. En condiciones de alta inflación, se generan protecciones para contrarrestar el efecto, que pueden ser totales o

parciales, dependiendo de las condiciones de la demanda, o del sector. Estas medidas, toman la forma de plazos de pago, descuentos por pronto pago o intereses por pago tardío.

Los efectos por los criterios de valuación para determinar la ganancia fiscal, se relacionan con las obligaciones derivadas de los impuestos, que constituyen pasivos expuestos, y esta exposición, en parte compensa el mayor impuesto que se origina en los criterios impositivos de valuación.

La inflación erosiona el activo monetario expuesto, y esto requiere capital adicional para mantener las operaciones de la empresa. En el caso de los activos, se origina una pérdida por inflación (resultado de exposición de los saldos monetarios) y viceversa en el caso de los pasivos. El resultado neto, entonces, es una función de la magnitud de los saldos nominales, el nivel de la inflación y las protecciones que existen en las transacciones. Algunas de estas distorsiones se reflejan en los estados financieros convencionales y otras no. Es por ello que resulta necesario rever las herramientas que sustentan la toma de decisiones y las formas actuales de presentación de la información, que tienen una base histórica.

Con respecto a la toma de decisiones gerenciales en contextos de inflación, cambia la dinámica de decisiones dado que a la preocupación constante en mejorar la eficiencia en la gestión, se le suma la estrategia de lidiar con la pérdida de valor que provoca la inflación. En este sentido, Dapena (2014), propone entender la gestión de una empresa desde la óptica de un portafolio de inversión, donde el estado de situación patrimonial se entiende como una cartera de inversión en la que cada activo se gestiona estratégicamente. El “manager” toma posiciones largas en activos (inventarios y créditos por ventas) y posiciones cortas en pasivos (deudas comerciales), obteniendo una renta operativa. Cuando existe inflación, a la renta operativa se le suma una renta financiera proveniente del efecto que genera el incremento sostenido de precios sobre los activos y pasivos monetarios. Así, en contextos inflacionarios, se toman decisiones como:

- ✓ Mantener inventarios (como protección contra la inflación) o liquidar inventarios (para obtener efectivo)
- ✓ Cobro de intereses sobre el crédito otorgado a clientes
- ✓ Realizar inversiones financieras que otorgan un rendimiento mayor que la inversión en activos productivos
- ✓ Extender los plazos de pago a proveedores, con un costo asociado conveniente
- ✓ La inversión en equipamiento puede ser conveniente desde el punto de vista del beneficio que aportan los créditos a tasas reales negativas y además, para incrementar la deducción impositiva por vías de un mayor monto de amortización. Dado que ésta última se aplica sobre el valor de adquisición de los bienes, será mayor mientras más reciente sea la adquisición del activo.

1.3. El ajuste por inflación a través de índices de precios

Según el INDEC⁵, “Un índice de precios es un indicador que tiene por objeto medir las variaciones, a través del tiempo, en los precios de un conjunto definido de bienes y servicios”. Un índice se refiere a un período base. Éste generalmente es el año en que se determina la estructura de ponderaciones del índice y se considera la importancia relativa de cada uno de los bienes y/o servicios que se incluyen. El año base se fija en el número 100 y entonces cada índice mensual expresará la relación entre los precios relevados ese mes y los promedios vigentes en el año base.

La variación del nivel general de precios, representado por un índice, estima el cambio en el poder adquisitivo del dinero durante el periodo considerado. (Fornero, 2014). Dado que el dinero se refiere a decisiones de consumo, los cambios en el poder adquisitivo del dinero deberían medirse a través de la variación del índice de precios al consumidor. Robert Sterling, en su libro “The Theory of Measurement of Enterprise Income (1970:350) afirma que *“El índice de precios al consumidor es el más adecuado porque es el sustituto más próximo de una medida de utilidad que está disponible.”*. Por su parte, Newton, (1980:216), sostiene que si se compara el índice de precios al por mayor y el índice de precios al consumidor, el primero *“presenta algunas ventajas relativas: se basa en una canasta más completa, está menos sujeto a distorsiones que, sobre los índices de precios minoristas, suelen provocar las medidas estatales de control directo de precios que de tanto en tanto aparecen en las legislaciones argentinas.”*

Sidney (1950), sostiene que no existe un índice perfectamente satisfactorio del nivel general de precios sino que los mismos son imperfectos, porque existen deficiencias en la información de precios. Además en la práctica es imposible construir un índice perfecto por la falta de una cobertura adecuada. Como no todos los precios varían conjuntamente, es necesario usar un promedio de diferentes movimientos de precios. En la Argentina se elaboran índices de precios al consumidor y se realizan mediciones de los precios mayoristas y al productor a nivel nacional

El INDEC elabora los siguientes índices⁶:

IPC (Índice de precios al consumidor), mide la variación promedio de los precios minoristas de un conjunto de bienes y servicios que representan el consumo de los hogares en un período específico. El año base para este índice es 1999.

IPIM (Índice de Precios Internos al por Mayor), Mide la variación promedio de los precios con que el productor, importador directo o comerciante mayorista coloca sus productos en el mercado argentino. En este caso no importa el país de origen de la producción. Incluye los productos importados que se ofrecen localmente (importaciones) y excluye los productos de fabricación local que se venden en el extranjero (exportaciones). El año base para este índice es 1993.

⁵ Instituto Nacional de estadísticas y censos

⁶ Información obtenida de los tutoriales explicativos del cálculo de índices de la página web de INDEC

IPP (Índice de Precios Básicos al Productor): Mide la variación promedio de los precios a los que el productor local vende su producción. En este caso sí es importante que la Argentina sea el país de origen de la producción. El IPP excluye los productos importados que se ofrecen en el mercado argentino e incluye los productos de fabricación local que se exportan al extranjero. El año base para este índice es 1993.

IPIB (Índice de Precios Internos Básicos al por mayor), es similar al IPIM, solo que los precios considerados no incluyen el impuesto al valor agregado, impuestos internos e impuestos a combustibles. El año base para este índice es 1993.

ICC (Índice del Costo de la Construcción): Mide las variaciones que experimenta el costo de la construcción privada de edificios destinados a vivienda. Para ello se valorizan los elementos necesarios para la construcción de modelos de vivienda representativos de un período base y de una región determinada. El año base para este índice es 1993.

Hasta diciembre de 2013, el INDEC informaba un índice de precios al consumidor que tenía como referencia el centro urbano de la Ciudad autónoma de Buenos Aires y Gran Buenos Aires. Luego, en 2014, el organismo nacional informa un índice de precios al consumidor nacional urbano (IPCNU), basado en canasta de bienes y precios relevados en cada lugar, capturando las diferencias regionales. (Fornero, 2014)

Hasta 2006, las cifras nacionales coincidían en líneas generales, con las mediciones provinciales y además estaban alineadas con la evolución de precios al por mayor, relacionados con el PBI y la recaudación del IVA. (Fornero, 2014). A partir de ese año, persiste una disparidad marcada entre las cifras del instituto de medición nacional y las mediciones privadas.

En 2007, el Fondo Monetario internacional contribuyó a “asesorar” a la Argentina, en aspectos metodológicos para calcular el índice de precios al consumidor.⁷ Posteriormente, en mayo de 2011, la diputada Patricia Bullrich y otros diputados del Congreso Nacional, comienzan a publicar el denominado Índice IPC-Congreso, que informa la variación de precios de Buenos Aires, se conforma de un promedio de las medidas que realizan algunas entidades privadas de consultoría.

La siguiente figura, muestra la evolución de la variación porcentual sobre mes anterior del IPIM-INDEC, IPC- INDEC para la serie de periodos mensuales entre enero 1999 y diciembre 2006. Para el periodo post-convertibilidad, si se compara la evolución del IPIM-INDEC y el IPC-INDEC, puede observarse que existe una disparidad entre ambos, como consecuencia de que los precios relativos se recomponen lentamente luego de la devaluación. Se trata de un ajuste lento y tardío luego de la devaluación de 2002. Mientras en 2002-2003 la suba del IPIM había sido el triple que la del IPC, posteriormente en 2005-2006 tendieron a alinearse las tendencias.

⁷ Puede verse en detalle este tema en el libro “Indec, historia íntima de una estafa” de Gustavo Noriega. Editorial Sudamericana. 2010.

⁸ Según describe el informe económico del primer trimestre de 2006. Ministerio de economía.

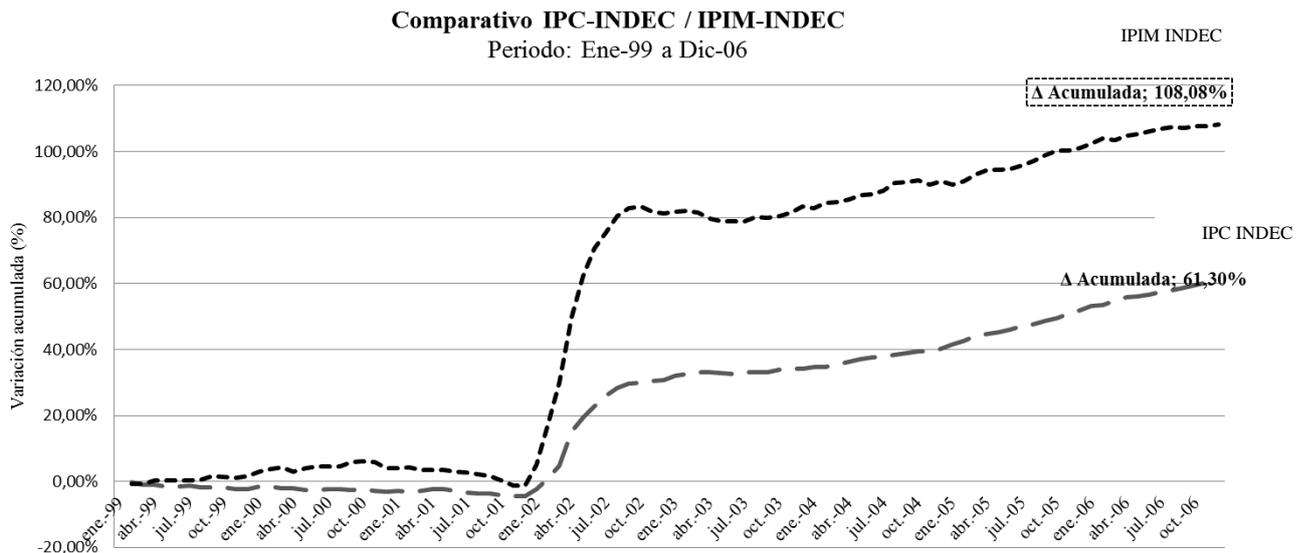


Figura 1: Comparativo de índices: IPIM e IPC (INDEC). Elaboración propia

Ante la falta de confiabilidad estadística de las mediciones del organismo oficial, se han buscado alternativas para conocer la verdadera magnitud de la pérdida de poder adquisitivo del dinero, en la Argentina. El índice de precios al consumidor de la provincia de San Luis (IPC-SL) y el denominado índice Congreso, configuran actualmente las mediciones consideradas como confiables. (Fornero, 2014)

Si se analiza comparativamente los tres índices: IPC-SL, IPC-Congreso y el IPC-INDEC, durante el periodo mayo 2011-diciembre 2013, puede observarse la disparidad entre este último y los dos anteriores, producto de la mencionada falta de representatividad de las mediciones oficiales.

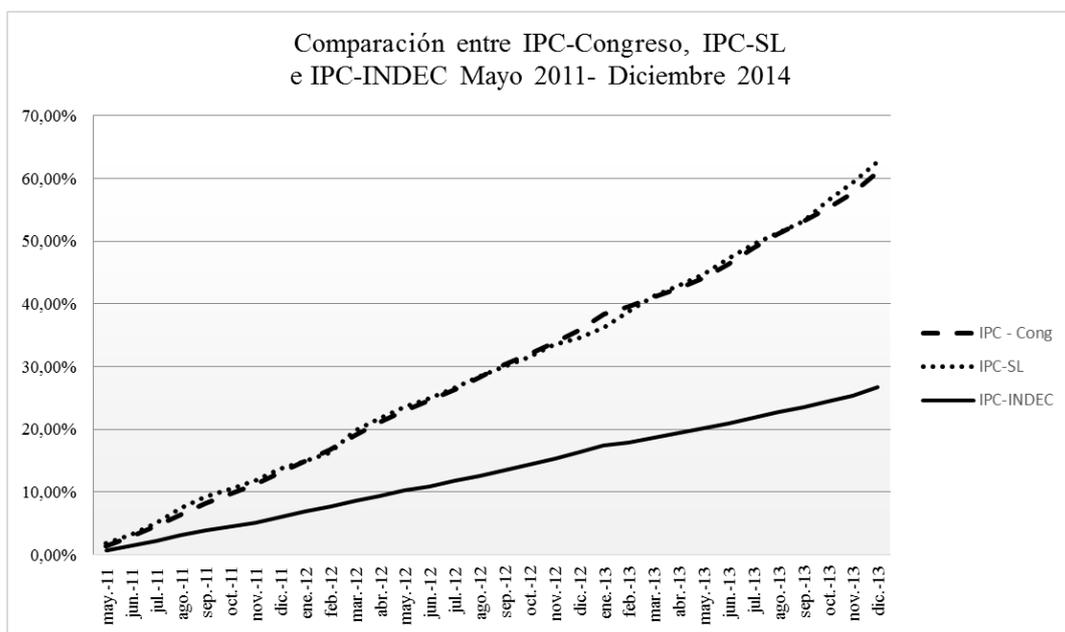


Figura 2: Comparativo de índices: IPC-INDEC, IPC-Congreso e IPC-SL para el periodo mayo 2011 a diciembre 2013. Elaboración propia

Para el análisis financiero con inflación de este trabajo, se toma el criterio planteado por (Fornero, 2014). El autor plantea la necesidad de elegir entre la calidad en la cobertura técnica de un índice de precios y el grado de veracidad de la información que brinda. El índice de precios al consumidor de la provincia de San Luis (IPC-SL) se considera como una serie representativa de la inflación para el periodo requerido de este análisis: 2009-2013.

1.4. Ajuste tradicional por inflación: Antecedentes normativos

En la Argentina, se ha intentado resolver el problema de la inflación y la distorsión que ésta produce en la información contable. A partir del año 1983 y con la modificación del artículo 62 de la Ley de Sociedades Comerciales, se comenzaron a reconocer en la Argentina las consecuencias del impacto de la inflación, introduciendo el concepto de estados contables confeccionados en “Moneda Constante” (Pedroni, Albanese, Duckardt, Carrizo, 2014). En 1984, la Federación Argentina de Consejos Profesionales en Ciencias Económicas (FACPCE) mediante la Resolución Técnica (RT) N°6 implementó un procedimiento de ajuste integral de las cifras de los estados contables. Posteriormente, la Ley Nro. 23.928, denominada Ley de Convertibilidad del Austral, derogó a partir del 1/4/1991 todas las normas que autorizaban las indexaciones por precios o actualizaciones monetarias. Luego de arduos cambios de opiniones, en el año 1995, el Poder Ejecutivo Nacional emite la Resolución N° 316 que prohíbe la presentación de estados contables ajustados por inflación. En el año 2002, el decreto N°1269 del Poder Ejecutivo Nacional (PEN), dejó sin efecto la prohibición impuesta por la ley de convertibilidad estableciendo que no alcanzaba a los estados contables (Slosse, 2009). Como consecuencia de la grave situación que vivía el país, la Resolución N° 240 emitida por FACDCE exterioriza su posición acerca de la situación de inestabilidad económica imperante e impone nuevamente el ajuste integral por inflación, estableciendo expresamente la obligatoriedad de la aplicación de la RT N°6. Esto implica la presentación de la información re-expresada para los estados financieros cerrados a partir del 31/03/2002 inclusive. El ajuste vuelve a discontinuarse en el año 2003 mediante la sanción del decreto del PEN N° 664/2003. La FACPCE, mediante la Resolución N° 287-03 del 5 de diciembre de 2003, declaró como último día del período con contexto de inflación o deflación, al 30 de septiembre de 2003, correspondiendo re expresar hasta esta fecha la información contable (Casal, 2004). Con posterioridad, La RT N° 39 (2013) de la FACPCE, reforma tanto la RT N° 6 como la RT N°17, e incorpora pautas de las normas internacionales dispuestas por la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) N° 29. En primer lugar elimina el requisito vigente que definía la facultad de la FACPCE para la determinación de un contexto de inestabilidad monetaria. La reforma, siguiendo a las normas internacionales, establece que además de la evaluación del entorno económico se debe considerar como condición sine qua non para determinar la re expresión, que la inflación acumulada durante tres años alcance o sobrepase el 100% (26% anual). En efecto, menciona que: “es condición necesaria para proceder a re expresar las cifras de los estados contables, que la tasa acumulada de inflación en tres años, considerando el índice de precios al por mayor (IPIM)

elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) alcance o sobrepase el 100%”⁹ La RT N°39, brinda la pauta de que de acuerdo a la mencionada RT, no debe aplicarse el mecanismo de re expresión de las cifras de los estados contables, dado que según los datos arrojados por el INDEC, la variación del IPIM no ha sido superior o igual al 100%. Antes del dictado de la nueva normativa, el tratamiento contable se limitaba al descripto en la Resolución JG N°287/03 de la FACPCE. A nivel internacional, la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) N° 29, contempla el ajuste por inflación de los estados contables en contextos de hiperinflación, considerando también un contexto hiperinflacionario cuando el incremento sostenido en el nivel de precios resulta mayor al 100% a lo largo de tres años consecutivos. Los estados financieros de la entidad, cuando su moneda funcional es la de una economía hiperinflacionaria, se establecen en términos de la unidad de medida corriente en la fecha del balance, ya estén elaborados utilizando el método del costo histórico o el del costo corriente.

La situación actual en la Argentina, es que los estados contables no reflejan los efectos patrimoniales, financieros y de resultado que se han sucedido a lo largo de años de incremento sostenido en el nivel de precios.

1.5. La técnica de “corrección aproximada” por inflación de los estados financieros

Fornero, (2014), propone una técnica de ajuste aproximado por inflación caracterizada por la simplicidad de cálculo. Si bien reconoce que la misma puede dar lugar a sub o sobre estimaciones, es una técnica que considera los principales efectos de la inflación sobre la información financiera. Así, Fornero (2014) menciona: *“Este método aproximado se considera para el usuario externo de los estados contables, y es de aplicación simple. En tal situación, la simplicidad es una condición de utilidad, pero también es el origen de posibles sobre o subestimaciones en las cifras que así quedan corregidas por inflación.”*. Los efectos no son marginales sino que, en niveles altos de inflación como ocurre en el actual contexto argentino, no reconocerlos equivale a desestimar la utilidad de la información financiera. En particular, el autor propone la re expresión de las cifras de los estados financieros, expresados en moneda heterogénea para expresarlos en moneda homogénea de cada año. Posteriormente, para poder comparar cifras de varios años, propone la re expresión de los importes de cada periodo (ya expresados en moneda homogénea) a una moneda de poder adquisitivo común.

Fornero (2014) además efectúa una distinción semántica entre el ajuste desarrollado a partir de la normativa contable y el ajuste desarrollado desde un enfoque de gestión:

⁹. Con fecha 20 de diciembre de 2013, por Resolución CD N° 3519, el Consejo Directivo de la FACPCE aprobó la Resolución Técnica N° 39 “Normas Contables Profesionales: Modificación de las Resoluciones Técnicas N° 6 y 17. Expresión en Moneda Homogénea” y las consultas 1 a 3, y sus respectivas respuestas, de la segunda parte de la Resolución de la Mesa Directiva de la FACPCE N° 735/13 “Interpretación. Aplicación del párrafo 3.1. – Expresión en moneda homogénea- de la Resolución Técnica N° 17 (RT 17)” (la normativa técnica complementaria). Ambas normas tienen vigencia desde su fecha de aprobación por el Consejo.

- ✓ *Cifras ajustadas por inflación*, o ajuste por inflación, son aquellas generadas aplicando la técnica de contabilidad con inflación y los estados contables en moneda homogénea.
- ✓ *Cifras corregidas por inflación*, o corrección aproximada por inflación, se refiere al cálculo de los principales efectos que puede producir la inflación en las cifras de los estados contables, y que se utilizan para el análisis financiero.

Se elige en el trabajo por este último enfoque, como una herramienta para los usuarios externos, para mejorar las fuentes de datos, sobre las que sustentan sus decisiones.

A los efectos de comparar cifras de varios periodos económicos, Fornero (2014) sugiere la aplicación de la técnica en dos etapas:

- ✓ En una primera etapa, aplica alguna corrección para lograr la expresión aproximada de las cifras de los estados financieros de cada año a analizar, en moneda homogénea. En el estado de situación patrimonial, esto impacta sobre el saldo de bienes de uso, sobre el que se aplica un ajuste por anticuación para convertir las cifras heterogéneas que figuran en la contabilidad, en cifras aproximadamente expresadas en moneda homogénea. En el estado de resultados, el autor propone convertir las cifras de las cuentas de resultado (que están expresadas en moneda promedio de cada año) en moneda de cierre.
- ✓ En una segunda etapa, las cifras anuales ya homogeneizadas se convierten en moneda de una fecha común, para permitir su comparación. Los rubros operativos circulantes se hayan en esta etapa expresados en moneda de poder adquisitivo final de cada ejercicio. Los bienes de uso, se incorporan con el valor re expresado medido también en moneda de poder adquisitivo final de cada ejercicio. La realización de esta etapa permite la comparación entre ejercicios.

Cabe aclarar que en el presente trabajo, en ningún momento se aplica el proceso de re expresión de estados contables establecido por la Resolución Técnica N° 6 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales en Ciencias Económicas. Por tal motivo no se tiene en cuenta la revelación por separado del Resultado por exposición al cambio en el poder adquisitivo de la moneda (RECPAM) que, por efecto de la partida doble, representa la contrapartida neta de los ajustes efectuados a las partidas patrimoniales y de resultados. El estudio pretende brindar un modelo sencillo que permita obtener información lo más aproximada a la realidad posible, considerando las limitaciones que presentan actualmente los estados contables preparados en moneda heterogénea, en un contexto que dista ser de estabilidad económica.

Para analizar el comportamiento de activos y pasivos en un contexto inflacionario, resulta importante distinguir entre los rubros monetarios y no monetarios. Los primeros se caracterizan por estar expresados en moneda de poder adquisitivo del momento; por ejemplo, disponibilidades, cuentas a cobrar, cuentas a pagar entre otras. Los segundos, en cambio, están expresados en moneda de poder adquisitivo correspondiente al momento de la incorporación al patrimonio. Dentro de esta categoría se incluyen: bienes de uso, activos intangibles, entre otros.

Cuando existe inflación, los activos o pasivos monetarios generarán pérdidas o ganancias respectivamente por exposición a la inflación. Debido a que su valor no cambia en el tiempo, están marcados por su valor nominal; mientras que no generan resultados por exposición a la inflación los activos y pasivos no monetarios, ya que sus valores varían con el transcurso del tiempo, al ritmo del nivel general de precios.

Si a la hora de confeccionar los estados financieros no se tuviera en cuenta el cambio en el poder adquisitivo de la moneda, se generarían una serie de distorsiones de la información. Estas distorsiones pueden ser de tres tipos (Fornero, 2014):

- ✓ Distorsiones en los saldos de las cuentas: El primer problema, es que las cuentas van acumulando saldos, y en un período inflacionario la moneda pierde valor, con lo cual se acumularían partidas que no son homogéneas. Los saldos de las cuentas de ventas, como los cargos por amortizaciones, entre otras, contendrían saldos no representativos de la realidad económica del ente.
- ✓ Distorsión en los totales de los estados contables: Los totales en los estados financieros, son sumatorias de saldos. Por lo tanto, si éstos están sesgados, sucede lo mismo con los totales.
- ✓ Distorsión en las comparaciones: Así como se ven reflejados los estados financieros, con saldos distorsionados, carece de toda lógica compararlos en períodos de tiempo distintos, y de una actividad o rubro a otro.

Siguiendo el modelo propuesto por Fornero (2014), la primera etapa del proceso, implica realizar algún tipo de corrección para incluir el efecto de la inflación, de modo que las cifras queden expresadas en moneda homogénea¹⁰. Este procedimiento depende de la información con que se cuente y afecta a los rubros bienes de uso, activos intangibles e inversiones no operativas en activos tangibles. En el caso del patrimonio neto, no se aplica ajuste sino que se determina por diferencia. Esta etapa consiste en una corrección que se aplica a las cifras de los estados financieros, dentro de un mismo ejercicio económico, con el objeto de expresarlas aproximadamente en moneda homogénea.

La segunda etapa es la de corrección de las cifras anuales, ya homogeneizadas, a una fecha común, para permitir su comparación. Los rubros operativos circulantes se encuentran en esta etapa expresados en moneda de poder adquisitivo final de cada ejercicio. Los bienes de uso, se incorporan con el valor re expresado medido también en moneda de poder adquisitivo final de cada ejercicio. El próximo paso es, para hacer las cifras comparables, expresarlas en términos de similar poder adquisitivo. Para ello, se efectúa un ajuste entre fechas, hacia una fecha común, aplicando el coeficiente resultante del cociente entre el índice de la fecha final del ejercicio y el índice del momento que se atribuye a las cifras contables para su corrección. Respecto a esta etapa, Fornero (2014:76) explica: *“Esta operación se realiza sobre las cifras homogéneas de cada año, cuando los estados contables reconocen el efecto de la inflación, o sobre las cifras corregidas de modo aproximado. (...). Cuando las cifras ya están expresadas en moneda con poder adquisitivo final de un ejercicio, para re expresarlas en moneda con poder adquisitivo final de otra fecha se usa como coeficiente el cociente entre el índice de esa fecha y el índice final del ejercicio.”*

¹⁰ Por “partidas en moneda homogénea” se entiende a las partidas expresadas en términos de similar poder adquisitivo

1.6. Análisis financiero de la información contable

1.6.1. Reordenamiento de la información contable para el análisis financiero

Una vez efectuada la corrección de la información financiera a una fecha común, es necesario reordenarla, según el origen de los recursos y fuentes financieras de fondos. (Ross, Westerfield & Jordan, 2010). Si bien la información contable refleja de un modo estandarizado e integral los efectos económicos de la actividad de la empresa, su forma de exposición resulta poco útil para el análisis financiero (Fornero, 2014).

Los estados financieros conforman un resumen de los recursos de la empresa según están registrados en la contabilidad y de los medios de financiamiento de que se vale la empresa. Se reflejan las variables stock, las cuales expresan una situación en un determinado momento; y las variables flujo, que muestran una acumulación de situaciones a través de ventas y egresos. Con todo lo dicho, es necesario reagrupar cifras y obtener totales que otorguen un mayor sentido al análisis financiero.

Para el reordenamiento del estado de situación patrimonial, se agrupan componentes operativos y fuentes financieras de fondos. De este modo se configura una base para la descripción adecuada de recursos y fuentes financieras de fondos. La empresa invierte en recursos operativos, que aplica al ciclo de negocio, obteniendo así excedentes operativos. Los activos operativos son, entonces, la base de los negocios. Los pasivos operativos, son obligaciones directamente relacionadas con los negocios, influidas por las condiciones comerciales, disposiciones regulatorias y por las propias características del sector en el que la empresa opera. El pasivo financiero, por otra parte, se refiere a las obligaciones contraídas en el mercado financiero.

Para la empresa, el pasivo operativo implica que no debe obtener financiamiento en el mercado financiero al menos para una parte de su negocio. Los recursos que debe mantener como inversión no son el total del activo, sino la parte de ellos que debe financiar con deuda o capital propio. De esta manera se presenta en forma clara, las fuentes financieras en que están basados los recursos. En la siguiente figura, puede visualizarse el reordenamiento de la información del estado de situación patrimonial:

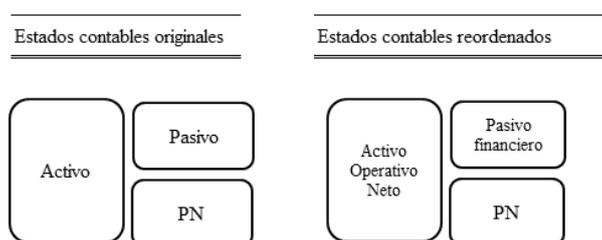


Figura 3: Estado de situación patrimonial original y reordenado. Elaboración propia

Por otra parte, en el estado de resultados original, los conceptos de activos y pasivos no diferencian fuentes financieras u operativas de fondos. En particular, dos ítems merecen un tratamiento especial (Fornero, 2014):

- ✓ Resultados financieros y por tenencia

✓ Impuesto a las Ganancias

Los resultados financieros y por tenencia, mezclan intereses de proveedores (atribuibles a pasivos operativos) e intereses de préstamos (atribuibles al pasivo financiero). Además pueden incluir otros conceptos operativos como diferencias de cambio, tanto de clientes como de proveedores.

El impuesto a las ganancias también requiere un ajuste, ya que abarca componentes operativos y financieros de ganancia. El reordenamiento de este ítem implica identificar la composición del impuesto a las ganancias que figura en el estado de resultados y convertirlo en el impuesto a las ganancias atribuible a resultados operativos. (Fornero, 2014). Gráficamente, puede observarse en la siguiente figura:

<u>Estado de Resultados original</u>	<u>Estado de Resultados reordenado</u>
Ventas	Ventas
Costo de Ventas	(-) Costo de Ventas
Ganancia Bruta	Ganancia Bruta
Gastos de Administración	Gastos de Administración
Gastos de Comercialización	Gastos de Comercialización
Resultado por inversiones	Resultado por inversiones
Resultados financieros	Rdos fin grados por act/pas operat
Otros ingresos y egresos	Otros ingresos y egresos operativos
Ganancia antes de Imp. Gcias	Ganancia Operativa antes de impuestos
Impuesto a las Ganancias	Impuesto a las Ganancias s/ EC
	Escudo fiscal
	Impuesto a las Ganancias Operativo
	Ganancia Operativa despues de impuestos
	Costo del pasivo financiero antes de imp
	Escudo fiscal
	Costo del pasivo financ dspes de imp
Ganancia del ejercicio	Ganancia del ejercicio

Figura 4: Estado de resultados original y reordenado. Elaboración propia

Al no tener acceso a los sistemas de información de la empresa, y dada la limitación de datos para desarrollar un análisis financiero profundo, el reordenamiento de la información contable presenta claras ventajas para, al menos, ordenar las fuentes de fondos que la empresa utiliza para su financiamiento y poder sacar conclusiones válidas aproximadas a su realidad económica.

1.6.2. Selección y análisis de indicadores de rendimiento

Para analizar el efecto de la inflación sobre la información financiera, se seleccionarán un pequeño conjunto de ratios considerados clave, por su habilidad de expresar en forma representativa la situación global de la empresa. En función a los objetivos del trabajo, se seleccionaron los siguientes indicadores financieros:

- ✓ ROA: Rendimiento operativo, también denominado “Return over Assets”
- ✓ ROE: Rendimiento patrimonial, también denominado “Return over Equity”
- ✓ Costo del pasivo financiero

- ✓ Margen Operativo sobre ventas
- ✓ Rotación Operativa

Los propietarios invierten, en miras de obtener un rendimiento. En la medida que la empresa opera y alcanza ese rendimiento, se generan las condiciones para su supervivencia y crecimiento. Se genera entonces una ganancia excedente, atribuible a la inversión, ya sea de la inversión total (en cuyo caso se habla de Rendimiento Operativo o ROA) o la inversión de los propietarios (Rendimiento Patrimonial o ROE). (Fornero, 2014).

Si se analiza en forma global un negocio, puede observarse un proceso continuo de inversión-operación-inversión, de acuerdo a determinadas políticas de reparto de beneficios y reinversión. (Ross, Westerfield & Jordan, 2010).

El ROA: Retorno sobre Activos, de la sigla en inglés “Return over Assets”, es el rendimiento operativo, medido sobre el Activo Operativo Neto. Expresa la rentabilidad operativa después de impuestos, respecto de la inversión neta en activos operativos. Se calcula como el producto entre el margen operativo sobre ventas y la rotación operativa, o simplemente, como el cociente entre la ganancia operativa después de impuestos y el activo operativo neto.

$$ROA = \frac{GO_{dt}}{AON}$$

Ecuación 1: Rendimiento Operativo

Entonces, el ROA se compone básicamente de dos indicadores importantes:

El Margen Operativo sobre ventas

La Rotación Operativa

El margen operativo sobre ventas, mide el peso del excedente resultante de las operaciones de la empresa, respecto de las ventas. En pos de mantener su valor a lo largo del tiempo, se requiere un arduo trabajo de actualización entre costos y precios, y simultáneamente una comparación sistemática con los precios de la competencia.

El margen operativo sobre ventas se calcula como:

$$MOp = \frac{GO_{dt}}{Ventas}$$

Ecuación 2: Margen operativo sobre ventas

Dónde:

GO_{dt} = Ganancia Operativa después de impuestos

$Ventas$ = Ventas del periodo

La rotación operativa, estudia la eficiencia en el manejo de activos. Refleja el nivel de ventas que está generando la inversión productiva actual fija y circulante. La misma se calcula como:

$$ROp = \frac{Ventas}{AON}$$

Ecuación 3: Rotación Operativa

Dónde:

Ventas=Ventas del periodo

AON= Activo Operativo Neto

El ROE: Retorno sobre el Patrimonio Neto, de la sigla en inglés “Return over Equity”, el rendimiento patrimonial medido como la ganancia ordinaria sobre el patrimonio neto. Además, puede calcularse en forma aditiva, combinando las variables operativas con el endeudamiento.

$$ROE = ROA + (ROA - C_{pf}) \times \left(\frac{Pf}{PN} \right)$$

Ecuación 4: Rendimiento patrimonial

Dónde:

ROA = Rendimiento Operativo

C_{pf} = Costo del pasivo financiero después de impuestos

$\frac{Pf}{PN}$ = Ratio de Endeudamiento.

El costo del pasivo financiero se expresa neto de impuesto a las ganancias, dado que se considera que los intereses del pasivo financiero son deducibles de la base imponible de impuesto a las ganancias. En este sentido, el escudo fiscal es la reducción del impuesto a las ganancias que se deriva de la desgravación fiscal de los ingresos imponibles. Dado que los intereses de deuda son deducibles, las empresas se pueden ver incentivadas a adquirir pasivo como incentivo fiscal. En el caso de una deuda perpetua, el valor del escudo fiscal equivale al producto entre la alícuota de impuesto a las ganancias y el valor de la deuda. (Fernandez P., 2004). En contextos inflacionarios, si la empresa enfrentará un quebranto en su rentabilidad, no podrá tomar el crédito que proporciona el escudo fiscal, incurriendo en una pérdida por la disminución del poder adquisitivo de la moneda a través del tiempo.

Esta fórmula expresa una adición entre el rendimiento operativo y el efecto del endeudamiento, éste último representado por el segundo término de la suma. (Ross, Westerfield & Jordan, 2010). Si es positivo, entonces

la empresa está tomando decisiones de inversión y financiamiento acertadas. El factor de índice de endeudamiento, es una elasticidad que amplifica o disminuye el efecto (positivo o negativo) del endeudamiento.

Con el análisis del rendimiento,

- ✓ Se establecen los componentes del rendimiento y los conductores de valor
- ✓ Se examina cómo están siendo administrados los activos
- ✓ Se identifican las causas de posibles ineficiencias, indagando en la composición del indicador.
- ✓ Pueden definirse premisas y políticas para próximos periodos, entendiendo la relación causal que existe entre las variables.

1.6.3. Análisis prospectivo

El análisis financiero histórico permite analizar el desempeño de la empresa en el pasado, para un periodo determinado. El análisis prospectivo, como herramienta de planeamiento, permite obtener una perspectiva del rumbo que pueden tomar las operaciones en el futuro. Siguiendo a Velez Pareja (2004), existen dos clases de modelos para elaborar pronósticos: los *modelos causales* y de *series de tiempo*. Los primeros, intentan encontrar relaciones de causalidad entre diferentes variables de modo tal que partiendo del comportamiento de alguna de ellas, se puede predecir el comportamiento de otra. Los segundos, no intentan analizar el comportamiento de variables, sino que se limitan a intentar predecir los valores posibles que ellas tomarán. En ambos casos, se utiliza la información histórica como punto de partida. Sin embargo, la observación de los hechos sucedidos en el pasado puede ser o no una buena aproximación de lo que sucederá en el futuro, es por eso que ningún método de proyección es infalible, ni está exento de errores. Para proyectar estados financieros, es necesario identificar las variables relevantes y efectuar proyecciones sobre sus posibles valores. La estimación de las ventas futuras configura la etapa más importante del proceso de proyección. Lopez Dumrauf (2006), plantea una diferenciación entre los rubros que varían según las ventas y aquellos que no lo hacen. El autor plantea que no es correcto atar el comportamiento del saldo de determinados rubros a la variación de ventas, dado que no existen relaciones directas entre ambos. Ejemplos de ellos son bienes de uso, resultados financieros, gastos de administración, otros ingresos y egresos e impuesto a las ganancias. Otros rubros, que el autor señala como de “generación espontánea”, son aquellos que se generan en forma espontánea según el nivel de actividad (de las ventas) y la rotación que ellos observan. Por ejemplo, al incrementarse las ventas, también lo hacen los créditos por venta, los inventarios y las deudas con proveedores. Por lo tanto el autor sugiere proyectarlos según la antigüedad que han tenido en el pasado, excepto que ocurran cambios que requieran ser considerados para la proyección. En definitiva, el

autor propone la proyección de los rubros de generación espontánea según la variación de las ventas y la consideración de otro criterio de proyección para los rubros que no son variables respecto de las ventas.

1.7.Comentarios finales

En el presente capítulo, se ubicó el trabajo en el marco teórico de referencia. En particular, describieron objetivos de la información financiera, los problemas que genera la inflación sobre la calidad informativa de la información financiera según la literatura. En virtud de ello, se describieron las técnicas tradicionales de ajuste por inflación, y la técnica alternativa que plantea Fornero de corrección aproximada para reflejar los principales efectos de la inflación sobre la información financiera. Complementariamente, se describieron las técnicas de reordenamiento de la información contable para el análisis financiero, y el análisis de rendimiento a través de indicadores de desempeño. En el próximo capítulo se describe la metodología a aplicar en el análisis.

2. Metodología

2.1. Metodología de estudio de caso

El trabajo se desarrollará aplicando la metodología de estudio del caso, a través de la cual se indaga un fenómeno en su entorno real. Se presenta como una metodología de investigación en las ciencias sociales, que vincula los métodos cuantitativos y cualitativos, y profundiza en la observación de los factores que afectan a un individuo, un objeto, un evento o una organización. (Galindo & Martín, 2011).

Como plantean Stenhouse & Young (1998), el estudio de caso se diferencia del estadístico en que no se refiere a una muestra que se limita a unas cuantas variables, sino a la observación detallada de los factores que influyen en/los casos, que pueden ser múltiples y que ayudan a la comprensión del comportamiento particular del caso. En otras palabras, detrás del estudio de caso se encuentra la necesidad de sobrepasar todas aquellas teorías generales que reducen la realidad a indicadores estadísticos, desconociendo las particularidades y los procesos sociales. En esencia, (Yin, 1984) plantea que el estudio de caso es *“una indagación empírica que investiga un fenómeno contemporáneo dentro de su contexto de vida real, especialmente cuando los límites entre el fenómeno y el contexto no son claramente existentes”* y además, como una estrategia de investigación que utiliza más de una fuente de evidencia, con el fin de explicar el fenómeno observado globalmente y considerando su complejidad en forma completa. Permite estudiar la mayoría de las variables relevantes de una realidad particular, y además, considera el contexto como parte esencial del fenómeno bajo análisis. De modo que es capaz de suministrar una aproximación entre la teoría y la práctica. El concepto subyacente, es que la realidad se determina en forma contextual, y se intentan reconocer los múltiples factores influyentes. En el caso de las organizaciones, es el punto en el que se actúa sobre el individuo pero también en el que su autonomía tiene un papel fundamental en la organización. (Galindo & Martín, 2011).

Siguiendo a Bonache (1998), el método de estudio del caso, constituye una estrategia flexible, por las técnicas de recogida y análisis de datos que emplea, y presenta las siguientes características:

- ✓ No separa el fenómeno de su contexto.
- ✓ Los casos adoptan una visión holística en la que el contexto y el comportamiento son interdependientes, por lo tanto, los fenómenos organizativos sólo se entienden dentro del contexto en que se desarrollan y no como el resultado de un conjunto de variables aisladas.
- ✓ Parte de un modelo teórico menos elaborado.
- ✓ Los casos tratan de construir teorías a partir de las observaciones siguiendo el procedimiento inductivo, es decir, partiendo de un “marco teórico preliminar” construido a través de la revisión de la literatura, el objetivo del caso es el de inducir un modelo más elaborado que permita explicar y predecir el fenómeno estudiado.

- ✓ En los estudios de casos, se utilizan múltiples fuentes para la obtención de los datos a analizar así, la observación, las entrevistas, el estudio de documentación, etc. son métodos muy utilizados.
- ✓ Permite mayor flexibilidad en el proceso de realización de la investigación.
- ✓ Es más flexible en el proceso de realización de la investigación, de modo que el marco de investigación puede ir modificándose en función de las respuestas o conclusiones que van siendo obtenidas a lo largo de dicho proceso.

Por otra parte, Yin (1984), considera el método de estudio de caso apropiado para temas que se consideran prácticamente nuevos, pues en su opinión, la investigación empírica tiene los siguientes rasgos distintivos:

- ✓ Examina o indaga sobre un fenómeno contemporáneo en su entorno real.
- ✓ Las fronteras entre el fenómeno y su contexto no son claramente evidentes.
- ✓ Se utilizan múltiples fuentes de datos.
- ✓ Puede estudiarse tanto un caso único como múltiples casos.
- ✓ Permite estudiar un tema determinado.
- ✓ Es ideal para el estudio de temas de investigación en los que las teorías existentes son inadecuadas.
- ✓ Permite estudiar los fenómenos desde múltiples perspectivas y no desde la influencia de una sola variable.
- ✓ Permite explorar en forma más profunda y obtener un conocimiento más amplio sobre cada fenómeno, lo cual permite la aparición de nuevas señales sobre los temas que emergen.
- ✓ Juega un papel importante en la investigación, por lo que no debería ser utilizado meramente como la exploración inicial de un fenómeno determinado.

El método del estudio del caso intenta generar teorías sobre fenómenos sociales y organizacionales, facilitando la interacción entre el mundo académico y el industrial. El estudio de fenómenos reales en la administración, requiere el análisis causal de las variables que en ellos interfieren. Ello implica comprender las interrelaciones de procesos organizacionales situados en contexto. (Yacuzzi, 2000). De otro modo, ocurre lo argumentado por Draft, (1983): *“Como revisor de artículos, se me hace dolorosamente claro que muchos autores nunca han visto o sido testigos de los fenómenos sobre los cuales escriben (...). Los autores nunca consideran el porqué de las correlaciones, tratando solamente el hecho de que la variable Y está relacionada con la variable X, como si eso fuera todo”*.

Las aplicaciones básicas del estudio de casos en la investigación son entre otras, explicar las interrelaciones causales que se originan en la vida; describir el contexto en el cual el trabajo empírico se está realizando y explorar aquellas situaciones en las que pueden existir múltiples resultados (Yin, 1984).

En Contabilidad de Gestión, la investigación que utiliza estudios de caso es útil para explicar los procesos que conducen a la utilización de determinadas prácticas contables. Siguiendo a Escobar & Lobo, (1998) *“se ha producido un cambio de tendencia en los métodos que se emplean en la investigación en contabilidad de gestión, como consecuencia de un cambio de paradigma en la disciplina. Las investigaciones actuales en contabilidad de gestión relacionan en general con la práctica contable. Como los procedimientos contables*

se originan en organizaciones complejas, es necesario captar la riqueza del contexto organizacional". De hecho, el empleo de técnicas estadísticas no parece ser adecuado para verificar muchas de las hipótesis que se derivan del análisis de la ciencia de la gestión (Azofra & Prieto, 2004). No obstante, el método del caso, se considera un instrumento necesario en el proceso de experimentación en la dirección y gestión de empresas.

Según Kaplan (1986), la utilización de casos como estrategia de investigación en contabilidad de gestión proporciona las siguientes ventajas: En primer lugar, permite reafirmar modelos, teorías e hipótesis, que en la actualidad se desarrollan sin suficientes datos y observaciones. En segundo lugar, ponen de manifiesto las necesidades de la organización y las acciones a emprender. Dado que las empresas deben adaptarse a las circunstancias cambiantes, los investigadores tienen que estar al corriente de las prácticas actuales y necesitan una continua observación de la realidad.

Chetty (1996), pone de manifiesto la creciente utilización de métodos cualitativos, en concreto del análisis de casos, como metodología de investigación en contabilidad de gestión. El tipo de investigación dentro del método del caso es descriptivo o exploratorio, su propósito es describir y/o explorar las razones para unas prácticas contables concretas. Esta clase de caso normalmente tiene lugar cuando el conocimiento base es insuficiente para permitir el desarrollo de buenas manifestaciones teóricas. Por lo tanto, puede que no exista una base teórica específica establecida o trabajos empíricos anteriores para guiar y estructurar el problema investigado.

2.2. Selección de la unidad de análisis

La definición apropiada de la unidad de análisis, debe aspirar a delimitar las fronteras del estudio. La selección del caso, se basa en un muestreo teórico, no estadístico, que intenta escoger casos que permitan una mayor oportunidad de aprendizaje (Stake, 1994). Se trata de determinar cuál es el punto clave sobre el que se van a estudiar las cuestiones que se plantean. Este puede ser una o varias empresas, relaciones entre más de dos, etc. (Johnson et. al, 1999). En los estudios del tipo "caso único", se analiza un solo caso, que se considera crítico y válido como para extraer conclusiones, estudiando una situación muy concreta. (Galve & Ortega, 2000).

Se ha seleccionado como caso de estudio a una Pyme que actualmente está sujeta al control de la Comisión Nacional de Valores como emisora de Obligaciones Negociables, que participa del Mercado de Valores de Buenos Aires, cuya razón social es Asahi Motors Argentina S.A. De acuerdo a la resolución general 582/2010 de la Comisión Nacional de Valores, y a los efectos del acceso al mercado de capitales, se entiende por Pyme comercial a aquellas empresas cuyas ventas anuales son menores a \$550.000.000, entendiendo "ventas anuales" como el promedio de los últimos tres años, de las ventas netas de IVA e impuestos internos. Las Pymes, pueden acceder a la emisión de Obligaciones Negociables a través del Régimen simplificado de oferta pública y cotización. La firma se desarrolla en el rubro de comercialización de vehículos, y se intenta estudiar el efecto de la inflación sobre la información financiera, siendo ésta una variable específica y de

gran influencia sobre la estructura de rentabilidad. La actividad de la empresa consiste en ser concesionaria automotriz, es decir que su actividad se desarrolla en nombre propio, pero por cuenta y orden de terceros, e implica la adquisición de vehículos para su reventa, obteniendo un margen de ganancia prefijado por el fabricante y ocupándose además de la asistencia técnica a los clientes. Se desarrolla el análisis para el periodo que transcurre entre los ejercicios económicos finalizados en noviembre de 2009 a noviembre de 2013.

2.3. Planteo de las proposiciones

Según Yin (1984), cada proposición dirige su atención a algo que debe ser examinado dentro del alcance del estudio, es decir, la hipótesis va a contribuir a probar algún fenómeno o acontecimiento. Intenta detallar las preguntas de “cómo” y “por qué” para determinar qué es lo que se debe estudiar. Atendiendo a los objetivos del trabajo, se formularon las siguientes proposiciones:

- ✓ *La forma de exposición actual de los estados financieros no resulta útil para el análisis financiero, dado que se elabora sobre la base de unidades de medida que son heterogéneas.*
- ✓ *La aplicación de un índice de precios general permite capturar el efecto de la pérdida de poder adquisitivo de la moneda, pero no permite capturar el efecto de la variabilidad de los precios relativos.*
- ✓ *La aplicación de dos índices de precios permite una aproximación a la realidad económica de la empresa dado que se consideran aspectos sectoriales, que explican la variación de precios sectorial.*

2.4. Descripción y metodología del análisis financiero con inflación a aplicar

El eje principal del trabajo consiste en analizar tres alternativas para efectuar un análisis financiero cuando existe inflación:

- ✓ La no aplicación de índice de precios alguno para analizar los estados financieros, desestimando el efecto de distorsión de la misma sobre el poder adquisitivo de la moneda, y sobre la estructura de precios relativos.
- ✓ La aplicación de la “*corrección homogénea*”, en la que se aplica un solo índice de precios para “corregir” por inflación las cifras de los estados financieros. En este caso se captura el efecto de la pérdida de poder adquisitivo de la moneda por efecto de la inflación, pero no se captura el cambio sobre la estructura de precios relativos.
- ✓ La aplicación de la “*corrección diferencial*”, en la que se aplican dos índices de precios para “corregir” por inflación los estados financieros. En este caso se captura el efecto de la pérdida de poder adquisitivo de la moneda por efecto de la inflación, y se intenta capturar el cambio sobre la estructura de precios relativos.

Para cada alternativa de corrección por inflación, se aplican dos etapas consecutivas:

- ✓ Una etapa en la corrección, que se denominará “intra-ejercicio”, es decir que se aplica dentro de cada ejercicio económico. Esta, tiene el objetivo de expresar los saldos de los rubros de los estados financieros en moneda homogénea de final de ejercicio de cada año. En este caso se intenta que queden expresadas en moneda de noviembre de cada año (de 2009 a 2013), fecha de cierre del ejercicio económico de la empresa.
- ✓ Posteriormente, se aplica la etapa de corrección que se denominará “inter-ejercicio”, es decir que se aplica entre ejercicios económicos. Tiene el objetivo de convertir los saldos ya expresados en moneda homogénea, a moneda de una fecha común, para poder efectuar comparaciones entre ejercicios. En este caso esa fecha es noviembre de 2013, fecha del ejercicio económico más reciente.

Esquemáticamente, el análisis se elabora sobre dos alternativas de corrección por inflación, cada una con un procedimiento de ajuste en dos etapas: la primera de expresión en moneda homogénea de las cifras de cada ejercicio económico, y la segunda, de expresión de los estados financieros en moneda de una fecha común, para permitir comparaciones entre ejercicios.

Sin corrección por inflación		
Corrección homogénea	1) Intra-ejercicio	Moneda de cada año
	2) Inter-ejercicio	Moneda de Nov-2013
Corrección diferencial	1) Intra-ejercicio	Moneda de cada año
	2) Inter-ejercicio	Moneda de Nov-2013

Figura 5: Esquema de las técnicas de corrección a aplicar. Elaboración propia

A los fines de la comparabilidad estricta se intenta una aproximación a la realidad a partir de la aplicación de dos índices, y de ese modo comprender los cambios en los precios relativos que se suceden con la inflación.

2.4.1. Etapas de la corrección por inflación: Corrección intra-ejercicio e inter-ejercicio.

Tomando la técnica de corrección de los estados financieros por inflación de Fornero (2014), se aplica en dos etapas. La primera, de corrección de las cifras dentro de cada ejercicio económico, se denominará “corrección intra-ejercicio” y la segunda, de corrección de las cifras entre ejercicios económicos, se denominará “corrección inter-ejercicio”.

2.4.1.1. Corrección intra-ejercicio

Esta primera etapa de la corrección de las cifras financieras por inflación, consiste en aplicar algún tipo de corrección, en cada ejercicio económico, sobre dos conceptos:

- ✓ Saldo de bienes de uso: En este caso se aplica un ajuste por anticuación (Fornero, 2014) para corregir en forma integral el saldo de bienes de uso.
- ✓ Partidas del estado de resultados: En este caso, dado que las partidas configuran “flujos” que se producen a lo largo del año, se considera que están expresadas en moneda promedio de cada año. Es necesario corregirlas para expresarlas al cierre de cada ejercicio económico.

Corrección sobre el saldo de bienes de uso: Ajuste por anticuación

Para la corrección intra-ejercicio, en el estado de situación patrimonial, solo se aplica un ajuste sobre el rubro bienes de uso, dado que el mismo agrupa un conjunto de bienes adquiridos en diferentes periodos y, por ende, la sumatoria de las cuentas se compone de cifras heterogéneas. El saldo de bienes de uso figura en los estados financieros por su valor histórico, neto de las depreciaciones acumuladas a lo largo de los sucesivos periodos.

$$Bu = Va - Da$$

Ecuación 5: Saldo de Bienes de uso

Donde,

Bu=Valor de los bienes de uso al cierre del ejercicio

Va= Valor histórico de adquisición

Da= Depreciaciones acumuladas, calculadas sobre el valor histórico.

Para los bienes con larga permanencia en el activo, la diferencia entre el valor actual y el valor de adquisición crece con el tiempo. El monto de depreciación que se genera en cada periodo no cumple la función de estimar un valor que permita el reemplazo de los bienes por otros idénticos, dado que a un mayor nivel de inflación, crece la brecha entre el valor de reposición y el valor de adquisición histórico del bien. Entonces, aunque la depreciación se genere periodo a periodo, la suma de las depreciaciones acumuladas no permite el reemplazo de los elementos por otros idénticos. En ese caso la empresa enfrenta una pérdida de valor por no reconocer el efecto de la inflación. Dado que los precios de los bienes de uso se incrementan por efecto de la inflación y de cambios en las condiciones de mercado necesitan algún tipo de corrección para que estén expresados en término de la misma moneda que los demás rubros. Para ello, se determina la fecha media de origen de los bienes de uso y se aplica un índice de precios entre esa fecha, y la fecha de cierre de ejercicio.

La fecha de origen media, se calcula como:

$$FOM = \frac{(Vm - Vr)}{2}$$

Ecuación 6: Fecha de origen media de los bienes de uso

Donde,

FOM=Fecha de origen media

Vm= Vida media

Vr= Vida remanente

Como las incorporaciones se producen en forma continua de un año a otro, para determinar la fecha de origen media se trabaja con la mitad de la diferencia. Entonces, la fecha promedio de compra se ubica tantos años antes de la fecha actual.

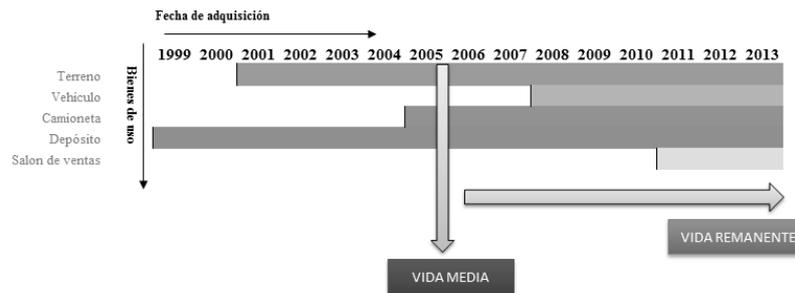


Figura 6: Vida media y vida remanente. Elaboración propia

La vida media, expresada en “años”, se calcula como el cociente entre el valor de adquisición de la totalidad de los bienes de uso propiedad de la empresa (V_a), y la sumatoria de las depreciaciones acumuladas durante la vida de los mismos (D_a). La vida remanente (V_r), también expresada en “años”, se calcula como el cociente entre el valor neto de los bienes de uso propiedad de la empresa (valor de adquisición menos depreciaciones acumuladas), y la sumatoria de las depreciaciones acumuladas durante la vida de los bienes (D_a). Entonces, en conjunto, se puede calcular la vida media con la siguiente fórmula:

$$FOM = \frac{\left(\frac{V_a}{D_a} - \frac{V_n}{D_a}\right)}{2}$$

Ecuación 7: Fecha de origen media

En resumen, para expresar el saldo de bienes de uso en moneda de cada año, se aplica un índice de precios entre la fecha de origen media del conjunto de bienes de uso, y la fecha de cierre de cada ejercicio económico a analizar.

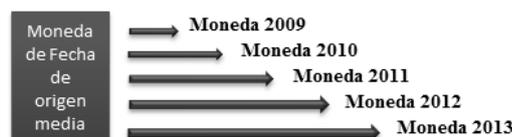


Figura 7: Corrección del saldo de bienes de uso. Elaboración propia

Para el estado de situación patrimonial, el esquema es el siguiente:



Figura 8: Corrección del saldo del estado de situación patrimonial. Elaboración propia

Todos los activos, excepto bienes de uso, se expresan en moneda de cierre. El saldo de bienes de uso se corrige aplicando el ajuste por anticuación y por último, el patrimonio neto no se corrige sino que se determina por diferencia.

Corrección sobre las partidas del estado de resultados

En el estado de resultados, por otra parte, para expresar las cifras en moneda final de cada ejercicio económico, se aplica sobre todos los rubros, la variación de precios entre el índice promedio y el índice final.

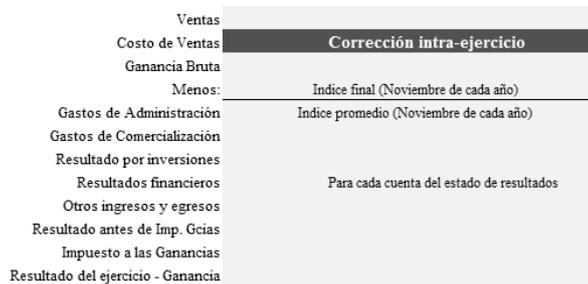


Figura 9: Corrección intra-ejercicio del estado de resultados. Elaboración propia

En resumen, el objetivo del ajuste intra-ejercicio aplicado en el estado de resultados es la conversión de las cifras de moneda de cada ejercicio, a moneda final, como se expone en el siguiente esquema:

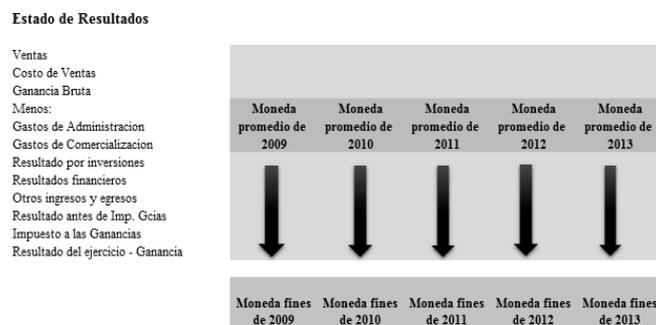


Figura 10: Esquema de corrección intra-ejercicio del estado de resultados. Elaboración propia

2.4.1.2. Corrección inter-ejercicio

En la etapa inter-ejercicio, se aplica una corrección sobre todos los rubros, para expresarlos a moneda de una fecha común y poder efectuar comparaciones entre años. En este caso particular, los estados financieros de cada año se convierten a moneda del año 2013 para poder analizar el desempeño financiero entre años, con cifras ya homogeneizadas.

Para ello, se aplica un coeficiente de corrección, que está dado por el cociente entre el índice de noviembre de 2013 (momento tomado como base) y el índice de noviembre de cada año (momento al que se homogeneizaron las cifras).

Activo	
Pasivo	
Patrimonio Neto	Corrección inter-ejercicio
Ventas	
Costo de Ventas	
Ganancia Bruta	
Menos:	Índice final (Noviembre de 2013)
Gastos de Administración	Índice final (Noviembre de cada año)
Gastos de Comercialización	
Resultado por inversiones	
Resultados financieros	
Otros ingresos y egresos	
Resultado antes de Imp. Gcias	
Impuesto a las Ganancias	
Resultado del ejercicio - Ganancia	

Figura 11: Corrección intra-ejercicio de los estados financieros. Elaboración propia

De este modo, se convierten monedas de diferentes momentos, a una fecha común:

Estado de situación Patrimonial	2009	2010	2011	2012	2013
ACTIVO					
PASIVO					
PATRIMONIO NETO	Moneda 2009	Moneda 2010	Moneda 2011	Moneda 2012	
Estado de Resultados					
Ventas					
Costo de Ventas					
Ganancia Bruta					
Menos:					
Gastos de Administración					
Gastos de Comercialización					
Resultado por inversiones					
Resultados financieros					
Otros ingresos y egresos					
Resultado antes de Imp. Gcias					
Impuesto a las Ganancias					
Resultado del ejercicio - Ganancia					Moneda 2013

Figura 12: Esquema de corrección inter-ejercicio. Elaboración propia

2.5. Alternativas para la corrección de la información financiera por inflación

2.5.1. Corrección homogénea - Aplicación de un solo índice de precios (IPC-SL)

Para la corrección por inflación de los estados financieros con un solo índice de precios, se sigue la técnica propuesta por Fornero (2014) descrita en el marco teórico. Esquemáticamente, puede visualizarse en el siguiente cuadro:

<u>Estado de Situación Patrimonial</u>	<u>Intra-Ejercicio Inter-Ejercicio</u>		<u>Intra-Ejercicio Inter-Ejercicio</u>	
ACTIVO CORRIENTE				
Caja y bancos	-	IPC		
Inversiones	-	IPC		
Créditos por ventas	-	IPC		
Otros Créditos	-	IPC		
Bienes de cambio	-	IPC		
TOTAL ACTIVO CORRIENTE				
ACTIVO NO CORRIENTE				
Otros créditos	-	IPC		
Bienes de Uso	IPC	IPC		
Inversiones	-	IPC		
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE				
TOTAL ACTIVO				
			PASIVO	
			PASIVO CORRIENTE	
			Deudas Comerciales	- IPC
			Deudas financieras	- IPC
			Deudas fiscales	- IPC
			Deudas Sociales	- IPC
			Otros pasivos	- IPC
			PASIVO NO CORRIENTE	
			Deudas financieras	- IPC
			Previsiones	- IPC
			TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	
			TOTAL PASIVO	
			PATRIMONIO NETO	
			TOTAL PASIVO + PN	

Figura 13: Aplicación del IPC-SL en la corrección homogénea. Estado de situación patrimonial. Elaboración propia

<u>Estado de Resultados</u>	<u>Intra-Ejercicio</u>	<u>Inter-Ejercicio</u>
Ventas	IPC (Final/Promedio)	IPC
Costo de Ventas	IPC (Final/Promedio)	IPC
Ganancia Bruta		
Menos:		
Gastos de Administración	IPC (Final/Promedio)	IPC
Gastos de Comercialización	IPC (Final/Promedio)	IPC
Resultado por inversiones	IPC (Final/Promedio)	IPC
Resultados financieros	IPC (Final/Promedio)	IPC
Otros ingresos y egresos	IPC (Final/Promedio)	IPC
Resultado antes de Imp. Gcias		
Impuesto a las Ganancias	IPC (Final/Promedio)	IPC
Resultado del ejercicio - Ganancia		

Figura 14: Aplicación del IPC-SL en la corrección homogénea. Estado de resultados. Elaboración propia

2.5.2. Corrección diferencial - Aplicación de dos índices de precios: IPC-SL e Índice sectorial.

Aplicar un índice general de precios para expresar las cifras en términos de igual unidad de medida, y de ese modo contrarrestar el efecto de la inflación, es la solución al problema de la comparabilidad. Sin embargo, aplicar un solo índice de precios sobre la totalidad de las partidas, configura un análisis incompleto para alcanzar una concepción real del efecto de la inflación sobre la información financiera.

Justificación del criterio de aplicación de dos índices de precios

Como se mencionó anteriormente, la no-neutralidad de la inflación genera distorsiones en los precios relativos. La aplicación de dos índices de precios a los estados financieros puede ser una aproximación fiable a la realidad económica y financiera de la firma. A continuación, se justifica el criterio para cada rubro.

Para la corrección intra-ejercicio, por otra parte, se debe aplicar un coeficiente sobre todos los rubros ya expresados en moneda homogénea, para poder efectuar comparaciones entre periodos. A continuación se justifica la elección de cada índice para cada rubro.

Del Estado de situación patrimonial

Caja y Bancos: Las disponibilidades, conformadas por efectivo en caja y en cuentas a la vista en instituciones bancarias, soportan en forma directa los efectos de la depreciación del valor de la moneda, por ser rubros monetarios. Esta cuenta presenta dos componentes fundamentales cuya evolución de precios es distinta: los “débitos” y los “créditos”. Los débitos se originan en gastos, que puede considerarse que evolucionan según el ritmo inflacionario de la economía general (como los sueldos, los gastos administrativos, pago a acreedores etc.) y los créditos tienen origen en las ventas y por ende resultan influidos por cuestiones sectoriales. Dada la heterogeneidad de las partidas que componen el rubro caja y bancos, para la corrección intra-ejercicio, se adopta un criterio conservador, en el que se aplica el índice IPC-SL.

Cuentas de crédito comercial: Las partidas de crédito comercial, en sus dos facetas: “proveedores” para crédito recibido de los terceros que abastecen a la empresa y “deudores por ventas” para crédito otorgado a clientes que adquieren mercaderías, generan pérdidas y ganancias por efecto de la inflación. Si la empresa repone stock y por ello adquiere deuda con proveedores en un contexto de inflación, esa deuda se deprecia en términos reales con el paso del tiempo. Del otro lado de la ecuación, si la empresa tiene créditos con clientes que se mantienen en el tiempo, incurre en pérdidas en términos reales. Es decir que los movimientos entre las dos partidas de crédito comercial, resultan directamente afectadas por los incrementos de precios generados en la cartera de productos de la empresa. El incremento en los precios de los proveedores, impulsa efectos nominales sobre las cuentas de deudores por ventas. Se aplica entonces, el índice de precios sectorial.

Bienes de cambio: Si se pretende efectuar una comparación entre ejercicios de los saldos finales de la cuenta Mercaderías, es preciso aplicar algún índice para expresar las cifras en términos de similar poder adquisitivo. Las existencias pueden tener un precio de mercado cuya evolución sea o no igual que la de la economía general, es decir, aplicar un índice representativo de la evolución de los precios de la economía general sobre el saldo de la cuenta Mercaderías, puede subestimar o sobreestimar el verdadero valor al cierre de los inventarios. Se aplicará entonces, el índice de precios sectorial.

Deudas fiscales: Al igual que caja y disponibilidades, el rubro deudas fiscales se compone de partidas heterogéneas, derivadas de la estructura impositiva del ente, la cual es por demás compleja. Se adopta un criterio conservador, aplicando el índice IPC-SL, representativo de la economía general, para la corrección de cifras por inflación.

Inversiones: Las inversiones del caso bajo estudio son plazos fijos en moneda local, los cuales se deprecian al ritmo de los precios de la economía general.

Deudas financieras: Las deudas financieras representan obligaciones contraídas en el mercado financiero, utilizadas para financiar actividades operativas y mejora de infraestructura. El mantener deuda en el mercado financiero permite por lo general obtener una ganancia adicional por la tenencia del stock de deuda, excepto que las tasas nominales sean altas y tornen positivas las tasas reales. Para este rubro se aplica el índice de precios de la economía general.

Deudas sociales: Las deudas sociales representan obligaciones derivadas de las disposiciones de la ley en cuanto a la fuerza de trabajo del ente. El salario de los empleados y sus costos asociados (contribuciones del empleador), siguen el ritmo de la evolución de los precios de la economía general dado que se aplican porcentajes fijos sobre importes indexados de acuerdo a negociaciones gremiales, que por lo general, intentan acercarse al incremento en el costo de vida de las personas.¹¹

Otros créditos y Otros pasivos: Dado que no se cuenta con información detallada de los componentes de los rubros “Otros créditos” y “Otros pasivos”, se considera que los saldos nominales evolucionan de acuerdo a los precios de la economía general.

Del Estado de Resultados

Ventas y Costo de Ventas: El importe de ventas que figura en el estado de resultados constituye una acumulación de montos por operaciones de venta, que son cada vez mayores en términos nominales por efecto del incremento sostenido en el nivel de precios de los bienes que la empresa comercializa. Lo mismo sucede con el costo de ventas. Para estos dos rubros, se aplica el índice sectorial.

Cuentas de Gastos (administrativos, comerciales, financieros, otros gastos): Las cuentas de gastos, se considera que varían nominalmente en función al ritmo de incremento de precios de la economía general.

Impuesto a las Ganancias: La falta de ajuste de la información contable por efectos de la inflación provoca distorsiones significativas en el impuesto a las ganancias de la empresa. Al gravar ganancias nominales el monto del mismo suele ser mayor al que resultara de gravar ganancias reales. Según Fornero (2014), la magnitud del efecto en el impuesto a las ganancias, depende tanto de la antigüedad media de los bienes de uso, como del plazo medio de bienes de cambio y del nivel de inflación. Para el desarrollo del trabajo, y a los efectos de poder comparar cifras entre distintos ejercicios económicos, se opta por el criterio de aplicar un factor corrector por inflación según el índice de la economía general.

Para sintetizar, se muestra esquemáticamente el criterio de aplicación de los dos índices de precios, a las cifras de los estados financieros. El índice de precios sectorial, solo se aplica sobre los créditos por venta, las deudas comerciales y Bienes de cambio en el estado de situación patrimonial; y sobre las ventas y costo de ventas, en el estado de resultados.

¹¹ Los regímenes laborales y de la seguridad social están regulados por las siguientes leyes, entre otras: Ley de Contrato de Trabajo (N° 20.744) y sus modificatorias; Ley de Empleo (N° 24.013); Ley de Riesgos del Trabajo (N° 24.557).

En el estado de resultados, también se segregan los componentes operativos de los financieros, aplicando un reordenamiento sobre las partidas, básicamente sobre los resultados financieros generados por activos y pasivos, sobre el impuesto a las ganancias y sobre el costo del pasivo financiero. Se obtiene de ese modo, una ganancia atribuible a las actividades operativas, un costo financiero neto de exenciones impositivas y un impuesto a las ganancias operativo.

Información del ER	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
Ventas					
(-) Costo de Ventas					
Ganancia Bruta					
Gastos de Administración					
Gastos de Comercialización					
Resultado por inversiones					
Rdos fin grados por act/pas operat					
Otros ingresos y egresos operativos					
Ganancia Operativa antes de impuestos					
Impuesto a las Ganancias s/ EC					
Escudo fiscal					
Impuesto a las Ganancias Operativo					
Ganancia Operativa despues de impuestos					
Costo del pasivo financiero antes de imp					
Escudo fiscal					
Costo del pasivo financ dspes de imp					
Ganancia Ordinaria					

Figura 18: Estado de resultados reordenado. Elaboración propia

2.7. Cálculo de los indicadores de rendimiento

Luego del reordenamiento, se calculan los indicadores de gestión, para poder efectuar comparaciones entre las alternativas de corrección por inflación:

Indicadores	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
ROA					
ROE					
Costo % del PF					
Mg de contribución					
Rotación Operativa					
Mg operativo sobre ventas					

Figura 19: Indicadores de rendimiento. Elaboración propia

2.8. Estimación de los índices de precios a aplicar

Para la corrección homogénea, se aplica el índice de precios general sobre la totalidad de los rubros de los estados financieros. Para la corrección diferencial, además de aplicar el índice de precios general sobre algunos rubros, se aplica el índice de precios sectorial, para otros rubros que específicamente varían según los precios sectoriales. Para ello, es necesario definir criterios de elección del índice general y la estimación del índice sectorial.

2.8.1. Elección del índice general

Las normas contables estipulan que para ajustar las cifras de los estados financieros, debe utilizarse el IPIM (Índice de precios al por mayor). Según Fornero (2014), no es que existan argumentos conceptuales que determinen su aplicación, sino que en el momento de origen de las normas parece haberse considerado que el IPC podría haber estado influenciado por políticas gubernamentales.

Para el análisis histórico que se pretende realizar se requiere la serie de datos que van desde el año 2009 al año 2013, se aplicará el IPC-SL, con base enero 2008=100.

Índice de Precios	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Índice de precios general	185,76	214,2	276,11	339,83	420,84	544,12

Tabla 1: IPC-SL para el periodo comprendido entre los ejercicios económicos: noviembre 2008-noviembre 2013. Elaboración propia

2.8.2. Estimación del índice sectorial

Para la estimación del índice de precios sectorial, se requiere información específica de precios y de mercado del sector automotriz. Para el caso particular que se está analizando, se requieren los precios de los vehículos Toyota y la composición de ventas por modelo de la empresa. Desde el punto de vista del analista externo, esta información es difícil de obtener. Si el análisis se desarrollara dentro de la firma, se contaría con las estadísticas del sistema de información, por lo que el análisis representaría más fielmente las cifras reales. Para obtener los precios, se consultaron diversas fuentes y finalmente se pudo acceder a los datos de ACARA¹². Se procesaron y clasificaron los datos de precios para poder plantearlos en planilla de cálculo. Esto significó clasificar y luego agrupar los modelos dentro de las diferentes marcas, considerando la discontinuación de algunos modelos y la incorporación de otros. Para las ponderaciones que conforman el índice, se tomó de la base de datos de ACARA la composición de ventas del mercado argentino, de Toyota. En términos generales, para estimar la variación de precios específica de los productos que la firma comercializa, se calcula un precio promedio anual, para cada uno de los años. Si bien se podría calcular un índice general con el promedio simple de todos los precios, resulta lógico ponderarlos por la participación de ventas de cada modelo, de la concesionaria en particular o del mercado en general, dado que es posible que existan variaciones significativas entre los precios de alta gama y los más económicos. Como se mencionó, en este caso, se considera la composición de ventas del mercado como aproximación a la de la empresa, por no contar con los datos. A continuación se exponen los precios promedio de cada modelo, para cada año:

¹² ACARA: Asociación de Concesionarios de automóviles de la República Argentina.

Modelo	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Hilux	111,75	108,46	135,50	168,08	207,19	212,34
Corolla	81,45	74,06	87,03	120,90	139,53	140,15
Hilux SW4	169,28	150,52	181,35	245,10	335,00	336,51
Rav 4	123,20	120,13	130,02	178,51	208,00	232,85
Land Cruiser	257,10	232,08	248,75	409,52	429,44	570,56
Camry	150,90	78,01	151,95	204,19	281,52	288,99
Avensis	118,55	108,64	-	-	-	-
Corolla Fielder	-	-	-	-	-	-
Prius	-	-	-	179,36	298,48	334,13

Tabla 2: Precios promedio por modelo vehículos Toyota. Elaboración propia en base a los datos de ACARA

Todos los valores están expresados en miles de pesos argentinos. Los modelos cuyos precios se expresan comúnmente en dólares estadounidenses, se convirtieron a pesos argentinos según el tipo de cambio vigente del momento.¹³

Como se mencionó anteriormente, los precios promedio anuales se deben ponderar por la participación de las ventas de cada modelo sobre las ventas totales del mercado.

Modelo	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Hilux	60,80%	62,51%	58,80%	56,80%	57,00%	57,20%
Corolla	24,30%	25,66%	28,00%	29,40%	30,00%	31,80%
Hilux SW4	7,90%	6,10%	6,50%	6,70%	6,00%	4,47%
Rav 4	2,30%	3,67%	5,10%	5,10%	5,00%	4,72%
Land Cruiser	1,00%	0,76%	0,90%	1,30%	0,73%	0,65%
Camry	0,00%	0,56%	0,50%	0,50%	0,50%	0,35%
Avensis	0,00%	0,17%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Corolla Fielder	1,70%	0,05%	0,00%	0,00%	1,00%	0,81%
Prius	0,00%	0,01%	0,30%	0,30%	0,23%	0,00%
	1	1	1	1	1	1

Tabla 3: Composición de ventas del mercado argentino por modelo vehículos Toyota. Elaboración propia en base a datos de ACARA

Una vez obtenidos los precios promedio y la composición de ventas del mercado, se calculan los precios promedio ponderados de cada modelo, para luego sumarlos y obtener el índice de precios sectorial estimado.

Modelo	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Hilux	67,94	67,80	79,67	95,47	118,10	121,46
Corolla	19,79	19,00	24,37	35,54	41,86	44,57
Hilux SW4	13,37	9,18	11,79	16,42	20,10	15,04
Rav 4	2,83	4,41	6,63	9,10	10,40	10,99
Land Cruiser	2,57	1,76	2,24	5,32	3,13	3,71
Camry	-	0,44	0,76	1,02	1,41	1,01
Avensis	-	0,18	-	-	-	-
Corolla Fielder	-	-	-	-	-	-
Prius	-	-	-	0,54	0,69	-

Tabla 4: Precios promedio ponderados por modelo. Elaboración propia en base a datos de ACARA

¹³ Según el tipo de cambio mayorista, tomados desde el sitio web del Banco Central de la República Argentina.

Como resultado se obtienen los precios promedio ponderados de cada año:

Índice de Precios	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Índice de precios sectorial	106,51	102,78	125,46	163,42	195,68	196,78

Tabla 5: Índice de precios sectorial para el periodo comprendido entre los ejercicios económicos noviembre 2008-noviembre 2013. Elaboración propia

Los datos necesarios de precios y composición de mercado, han sido provistos por ACARA (Asociación de Concesionarios de la República Argentina). La evolución del tipo de cambio mayorista de referencia, para expresar en pesos argentinos aquellos modelos de unidades expresados en dólares, se obtuvo de la página web del Banco Central de la República Argentina.¹⁴

2.9.Comentarios finales

En el presente capítulo, se ha descrito la metodología a desarrollar en el análisis. En primer lugar, la descripción y justificación de la metodología de la investigación a desarrollar: el método de estudio de casos. Posteriormente, la descripción y justificación de las técnicas de corrección por inflación a aplicar: homogénea y diferencial, en dos etapas con base en la técnica propuesta por Fornero (2014). Para este trabajo, estas etapas se denominan intra-ejercicio e inter-ejercicio. Se describe la metodología de reordenamiento de la información contable para el análisis financiero y los indicadores de desempeño para el desarrollo del análisis.

Además, se presentaron los índices de precios a utilizar en el trabajo: El índice general a utilizar en la corrección homogénea, y la elaboración del índice sectorial para aplicar en la corrección diferencial.

¹⁴ <http://www.bcra.gov.ar/>

3. Análisis del caso

3.1. Presentación del caso y su contexto

Asahi Motors S.A, ha posicionado su lugar en el mercado a lo largo de los últimos cinco años. La estructura de negocio, cuenta con tres grandes áreas: Comercialización de unidades nuevas y usadas, comercialización de repuestos y servicio post-venta y mantenimiento. En 2013, las ventas de la empresa se conforman, en un 90% por la comercialización de Unidades, tanto 0 Km como usadas, y el 10% restante, se asocia a la venta de repuestos y servicios de mantenimiento y post-venta. Asahi Motors Argentina, como concesionario de la firma Toyota Argentina S.A, ha implementado el “Sistema de gestión ambiental de Toyota”, que incluye entre otras cosas, la certificación por Normas ISO 14001. La rentabilidad de la empresa depende de cuatro variables fundamentales:

- ✓ La composición de ventas de los diferentes modelos: la matriz de ventas de las diversas gamas que la firma comercializa ponderada por los precios de venta repercute en el ingreso por ventas. Ello depende en gran medida del grado de restricción a las importaciones. La composición de ventas depende del segmento de mercado al que la empresa apunta. Si aspira a incrementar su porción de mercado en coches de alta gama, tiene una mayor vulnerabilidad al tipo de cambio que si aspira a consolidarse en vehículos de gama media.
- ✓ Los incentivos a la venta, promociones y facilidades de financiamiento que la empresa implemente.
- ✓ Los precios de los repuestos, impactan en el segmento de comercialización de repuestos pero además conforman un insumo para la venta de servicios como post-venta y mantenimiento. También dependen del grado de restricción de las importaciones.
- ✓ La gestión de costos, que implica una revisión continua de las partidas y de la forma de administrar el negocio para impulsar incrementos de la ganancia operativa, más allá de la variación de las ventas.

Con respecto al contexto que ha enfrentado en la empresa los últimos años, este ha sido de gran dinamismo por efecto de la coyuntura post-devaluación, que incrementó el consumo de bienes durables. Según el informe sectorial llevado adelante por el BBVA (2013), a partir de 2009, la demanda de bienes durables creció como consecuencia de 1) El crecimiento de la actividad económica, que impactó positivamente sobre los niveles de empleo y de mejoras salariales, 2) El abaratamiento relativo de los rodados que mejoró las condiciones de accesibilidad en un entorno de tasas de interés reales negativas y mayor financiación de las ventas, 3) La postergación del aumento de tarifas de servicios públicos (particularmente de energía y transporte) evitando su impacto negativo sobre el ingreso disponible de los hogares y 4) Las restricciones al atesoramiento de divisas, que obligó a buscar destinos alternativos para preservar el valor de los ahorros. Además, el retraso del tipo de cambio oficial respecto de los precios internos en los últimos años, redujo el precio relativo de los vehículos importados, que representan el 60% de la demanda doméstica. Dicha

reducción surgió de la política de contención de precios por parte de las terminales para ganar mayores volúmenes de venta resignando márgenes de ganancia (BBVA, 2013). Los salarios evolucionaron en mayor medida que los precios de los rodados y por ende se mejoraron las condiciones de accesibilidad. Sin embargo, tras el record de producción y ventas del 2011, en 2012 se experimentó un menor dinamismo que lo esperado. El 2013, presentó incertidumbre en cuanto a la continuación de la coyuntura de crecimiento del sector y las perspectivas para 2014 no son tan favorables

Otro aspecto importante a considerar para el análisis financiero de esta empresa, es la crisis sufrida por Toyota en el año 2009. Ésta se enmarca dentro de la crisis financiera global de la industria automotriz, originada por el incremento sustancial de los precios del combustible para automotores desde el año 2004. Los fabricantes tuvieron que enfrentar mayores costos laborales y, a cambio de la generación de un ambiente laboral pacífico, se otorgaron concesiones a los sindicatos y asumió una estructura de costos no competitiva. (Toyota AR, 2010). La crisis financiera global de 2008, implicó la contracción del crédito, la presión sobre los precios de materias primas y el incremento de precios del combustible. Además, según un informe de HIS (2010), la empresa tuvo que enfrentar una crisis de credibilidad e imagen por fallas en determinadas piezas de los automóviles, lo que involucró la revisión de US\$ 2,3 millones de unidades que en ese momento se hallaban en circulación. Se mantuvieron suspendidas las ventas y la producción, acentuando el efecto de la crisis global sobre los ingresos y rendimientos de la firma nipona. El informe de IHS Global Inside, sostiene que la compañía enfrentó una caída en el precio de su paquete accionario del 20% y una pérdida de capitalización de US\$30 billones. Como consecuencia de la crisis internacional, el incremento del precio del crudo y la tendencia de los consumidores a demandar vehículos de bajo costo y consumo, la cantidad de unidades vendidas de la totalidad de la empresa, decreció un 17% de 2008 a 2009. Esto afectó la imagen de confiabilidad que la empresa gozaba desde su fundación.

3.2. Presentación de la información financiera

A continuación, se presentan los estados financieros comparativos, de la empresa Asahi Motors Argentina S.A, desde el ejercicio cerrado el noviembre de 2009 al ejercicio cerrado en noviembre de 2013. Para el análisis se tomó un periodo de cinco años, partiendo del ejercicio económico cerrado en noviembre del año 2009 hasta el año 2013, lo que constituye el periodo más reciente para analizar la información de la firma. Cabe aclarar que al ser un ente emisor de Obligaciones Negociables, la información financiera es pública y se encuentra disponible en la Comisión Nacional de Valores.

Estado de Situación Patrimonial

	2009	2010	2011	2012	2013
ACTIVO CORRIENTE					
Caja y bancos	3.709.505	3.240.164	4.655.589	4.087.687	6.892.588
Inversiones	590.343	-	6.659.714	374.055	10.411.592
Créditos por ventas	860.922	2.052.585	2.268.557	6.959.452	4.641.254
Otros Créditos	2.347.662	2.600.005	5.279.329	6.266.968	6.244.663
Bienes de cambio	5.489.094	10.439.733	10.328.948	23.855.732	25.815.234
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	12.997.526	18.332.487	29.192.137	41.543.894	54.005.331
ACTIVO NO CORRIENTE					
Otros créditos	-	21.504	21.504	21.504	21.504
Bienes de Uso	2.189.801	2.360.171	2.209.260	4.914.090	8.914.520
Inversiones	316.801	190.920	265.761	307.854	360.132
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	2.506.602	2.572.595	2.496.525	5.243.448	9.296.156
TOTAL ACTIVO	15.504.128	20.905.082	31.688.662	46.787.342	63.301.487
PASIVO					
PASIVO CORRIENTE					
Deudas Comerciales	2.443.324	3.783.474	6.881.740	5.919.362	16.482.289
Deudas financieras	345.666	410.897	1.667.262	6.092.182	3.847.764
Deudas fiscales	452.660	1.008.989	1.893.471	2.763.398	2.270.457
Deudas Sociales	378.211	738.536	837.362	1.155.564	1.751.172
Otros pasivos	165.388	18.597	1.518.403	95.522	700.530
PASIVO CORRIENTE	3.785.249	5.960.493	12.798.238	16.026.028	25.052.212
Deudas financieras	-	368.056	1.264.515	6.361.822	6.390.812
Previsiones	119.268	116.549	116.549	135.710	230.072
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	119.268	484.605	1.381.064	6.497.532	6.620.884
TOTAL PASIVO	3.904.517	6.445.098	14.179.302	22.523.560	31.673.096
PATRIMONIO NETO					
S/Estado correspondiente	11.599.611	14.459.984	17.509.360	24.263.782	31.628.391
TOTAL PASIVO + PN	15.504.128	20.905.082	31.688.662	46.787.342	63.301.487

Tabla 6: Estados financieros consolidados periodo 2008-2013. Estado de situación patrimonial. Elaboración propia

Estado de Resultados

	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
Ventas	88.606.280	102.092.228	137.978.721	188.920.199	259.558.027
Costo de Ventas	76.824.384	86.898.965	117.505.183	161.124.848	222.845.184
Ganancia Bruta	11.781.896	15.193.263	20.473.538	27.795.351	36.712.843
Menos:					
Gastos de Administración	1.433.075	1.958.204	2.234.057	2.978.445	4.791.201
Gastos de Comercialización	5.504.016	7.068.533	9.189.364	11.935.599	16.729.900
Resultado por inversiones	-186.720	125.881	-74.841	-42.093	-52.278
Resultados financieros	199.728	182.012	311.292	427.489	914.888
Otros ingresos y egresos	145.041	95.653	166.083	54.917	204.739
Resultado antes de Imp. Gcias	4.686.756	5.762.980	8.647.583	12.440.994	14.124.393
Impuesto a las Ganancias	1.577.247	1.952.607	2.948.207	4.246.572	4.989.784
Resultado del ejercicio - Ganancia	3.109.509	3.810.373	5.699.376	8.194.422	9.134.609

Tabla 7: Estados financieros consolidados periodo 2008-2013. Estado de resultados. Elaboración propia

3.3. Presentación de índices de precios a utilizar

A continuación, se presentan los índices de precios a utilizar para el análisis. En la Tabla 8, se observan los datos del índice IPC-SL, elaborado por el centro de estadísticas de la provincia de San Luis. En la Tabla 9 se observan los datos del índice sectorial elaborado para el presente trabajo. El mismo forma los precios

promedio ponderados, a partir de los precios promedio de los principales modelos, y sus ponderaciones venta de mercado, ambos datos provistos por ACARA¹⁵

En la primera columna de las Tablas 8 y 9, puede observarse el valor del índice. En la segunda columna se encuentra el índice promedio, entendido como el promedio simple entre el índice del periodo y el índice del periodo anterior. En la tercera columna, se observa la variación entre el índice de cierre de cada año y el índice promedio. Por último, en la cuarta columna, se observa el coeficiente a aplicar en la corrección inter-ejercicio para convertir las cifras en moneda de cada año, a cifras de noviembre de 2013.

IPC - SL

Base Ene-2003=100

Año	Indice IPC-SL	Indice Promedio	Indice Final vs Promedio	Coefficiente
2008	185,760			
2009	214,200	199,980	1,07111	2,540
2010	276,110	245,155	1,12627	1,971
2011	339,830	307,970	1,10345	1,601
2012	420,840	380,335	1,10650	1,293
2013	544,120	482,480	1,12776	1,000

Tabla 8: Serie de datos y variaciones IPC-SL. Elaboración propia

Indice sectorial

Base Ene-2008=100

Año	Indice sectorial	Indice Promedio	Indice Final vs Promedio	Coefficiente
2008	106,512			
2009	102,782	104,647	0,98218	1,915
2010	125,458	114,120	1,09935	1,569
2011	163,420	144,439	1,13141	1,204
2012	195,683	179,552	1,08984	1,006
2013	196,781	196,232	1,00280	1,000

Tabla 9: Serie de datos y variaciones. Índice sectorial. Elaboración propia

3.4. Cálculo de ajuste por anticuación

El ajuste por anticuación es el mismo para las dos alternativas de corrección por inflación a comparar en este trabajo, dado que se aplica para ambos casos el índice de precios de la economía. Se aplica un coeficiente corrector integral, entre la fecha media de adquisición de los bienes de uso y la fecha de fin de ejercicio de cada año. La corrección por inflación se aplica en forma distinta para los bienes en operación, que para las obras en curso, dado que estas últimas, van incrementando su saldo por las mejoras incorporadas a lo largo del tiempo.

Las depreciaciones del periodo se muestran en el siguiente cuadro:

¹⁵ Asociación de concesionarios de automóviles de la República Argentina

Rubros (en pesos)	Depreciaciones del periodo				
	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
Terrenos	-	-	-	-	-
Edificios, mejoras y construcciones	22.615	23.889	25.511	55.294	37.599
Obras en curso	-	-	-	-	81.816
Equipos de computación	18.925	24.831	30.489	30.242	45.531
Muebles y utiles	6.623	9.062	6.586	8.358	21.390
Instalaciones	6.105	7.594	7.594	11.104	31.019
Maquinas	17.362	19.142	24.988	32.495	64.826
Automotores propios	129.330	141.066	95.307	107.405	158.895
Herramientas de taller	3.397	4.295	8.776	12.988	26.161
Motovehículos	-	-	-	-	22.639
Totales	204.357	229.879	199.251	257.886	489.876

Tabla 10: Depreciaciones del periodo. Elaboración propia

Para los bienes en operación, la corrección por inflación que se aplica es la siguiente:

Año		nov.-08	nov.-09	nov.-10	nov.-11	nov.-12	nov.-13
Vida Media	años		11	11	13	11	9
Vida Remanente	años		7	7	8	6	5
Fecha de origen media (VM-VR)/2	años		1,8	2	2	2	2
Fecha de origen media (VM-VR)/2	meses		22	26	30	27	23
Fecha de origen media			ene.-07	sep.-08	may.-09	ago.-10	dic.-11
Indice de la fecha de origen media			128,74	183,51	198,36	258,30	346,17
Indice de la fecha final de ejercicio		185,76	214,20	276,11	339,83	420,84	544,12
Indice a aplicar			1,664	1,505	1,713	1,629	1,572

Tabla 11: Estimación de la variación de precios a aplicar. Elaboración propia

Para las obras en curso, solo se aplica la variación entre el índice promedio del ejercicio en que se producen y el índice de final de ejercicio de cada año, si corresponde.

La vida media, calculada como la mitad de la diferencia entre la vida media y la vida remanente, se expresa en años, dado que la depreciación es anual. Luego, se convierte a meses para calcular la fecha aproximada de origen y se calcula la variación del índice de precios entre dicha fecha y la fecha de cierre de cada ejercicio económico, en este caso noviembre de cada año. Así, por ejemplo, en 2009, la fecha de origen media es enero de 2007. El índice de ese periodo es 128,74. El índice de noviembre de 2009 es 214,20, o sea que la variación entre enero de 2007 y noviembre de 2009 es 1,664. En consecuencia, para determinar el ajuste a aplicar para corregir por inflación los saldos de bienes de uso, se multiplica el valor residual de los estados financieros originales por el la variación del índice de precios entre la fecha de origen media y la fecha de cierre de cada ejercicio. Este procedimiento se hace tanto para los bienes de operación como para las obras en curso. Como puede observarse los porcentajes de ajuste son importantes y dependen del grado de antigüedad de los bienes de la empresa.

Corrección del Valor

Valor de los Bienes de Uso	2009	2010	2011	2012	2013	
Valor residual	1.486.960	1.566.583	1.506.419	4.211.249	8.121.121	
Índice a aplicar	1,6638	1,5046	1,7132	1,6293	1,5718	
Valor reexpresado	2.474.032	2.357.088	2.580.794	6.861.254	12.765.012	
Obras en curso	2009	2010	2011	2012	2013	
Valor	-	-	-	2.580.222	5.798.903	
Índice a aplicar	-	-	-	1,1065	1,1278	
Valor reexpresado	-	-	-	2.855.011	6.539.751	
Diferencia total a ajustar	(\$)	987.072	790.505	1.074.375	2.924.795	5.384.740
	%	66%	50%	71%	43%	39%

Tabla 12: Estimación de la corrección sobre el saldo de bienes de uso. Elaboración propia

El ajuste por anticuación es el mismo para las dos técnicas aplicadas en el trabajo: homogénea (aplicando un solo índice) y diferencial (aplicando dos índices).

Como se mencionó anteriormente, tanto la corrección homogénea como la corrección diferencial, se aplican en dos etapas: intra-ejercicio e inter-ejercicio. La primera, para expresar las cifras en moneda de fecha de fin de ejercicio económico de cada año, esto es en noviembre de cada año. La segunda, para expresar las cifras ya homogeneizadas en moneda de fecha de cada ejercicio en términos de una moneda común. Se optó por considerar como año base al cierre de ejercicio noviembre de 2013. A continuación se desarrollan las dos técnicas de corrección por inflación.

3.5. Corrección Homogénea

La corrección homogénea aplica un índice de precios para la totalidad de los rubros de los estados financieros. A partir de esta técnica, se corrigen las cifras de los estados financieros para reflejar la pérdida de poder adquisitivo que genera el fenómeno inflacionario.

3.5.1. Corrección Homogénea. Etapa Intra-ejercicio

En la etapa intra-ejercicio, se aplica una corrección en el estado de situación patrimonial y en el estado de resultados. En el estado de situación patrimonial solo se aplica el ajuste por anticuación sobre el saldo de bienes de uso, dado que los demás rubros se considera que son monetarios y por ello no requieren corrección alguna. Luego del cálculo de la vida media y remanente de los bienes de uso, se ajusta el saldo para expresarlo aproximadamente en moneda de noviembre de cada año. En la tabla siguiente se observa el ajuste por anticuación para cada año.

Corrección de Bienes de Uso	2009	2010	2011	2012	2013
Bienes de Uso	\$ 2.189.801	\$ 2.360.171	\$ 2.209.260	\$ 4.914.090	\$ 8.121.121
Ajuste por anticuación	\$ 987.072	\$ 790.505	\$ 1.074.375	\$ 2.924.795	\$ 5.384.740
Bienes de uso (Corregido)	\$ 3.176.873	\$ 3.150.676	\$ 3.283.635	\$ 7.838.885	\$ 13.505.861

Tabla 13: Ajuste por anticuación. Elaboración propia

En el estado de resultados, cada rubro se corrige aplicando la variación correspondiente entre el índice general promedio y el índice general de fin de ejercicio. El objetivo de esta corrección es expresar en moneda de fin de ejercicio (noviembre de cada año) los montos de cada rubro del estado de resultados, dado que al ser acumulación de operaciones que ocurren a lo largo del ejercicio económico, están expresados en moneda de diferentes momentos. Para cada año se calcula el promedio simple entre el índice de un año respecto del anterior y, posteriormente, se calcula la variación entre ellos. Así, el índice promedio simple entre noviembre 2009 y noviembre 2008 es 199.98. Para convertir las cifras del estado de resultados, expresadas aproximadamente en moneda promedio de cada año, en moneda de fin de ejercicio se aplica la variación entre el índice de noviembre de 2009 (214.20) y el índice promedio de 2009 (199.98). La variación a aplicar entonces sobre cada rubro del estado de resultados es 1.0711.

Año	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Indice IPC-SL (Noviembre de cada año)	185,76	214,20	276,11	339,83	420,84	544,12
Indice Promedio		199,98	245,16	307,97	380,34	482,48
Indice Final vs Promedio		1,0711	1,1263	1,1035	1,1065	1,1278

Tabla 14: Cálculo de la variación entre índice de final de ejercicio e índice promedio. Elaboración propia

Para el ajuste intra-ejercicio de la corrección homogénea, los estados financieros se muestran a continuación:

	2009	2010	2011	2012	2013
ACTIVO CORRIENTE					
Caja y bancos	\$ 3.709.505	\$ 3.240.164	\$ 4.655.589	\$ 4.087.687	\$ 6.892.588
Inversiones	\$ 590.343	\$ -	\$ 6.659.714	\$ 374.055	\$ 10.411.592
Creditos por ventas	\$ 860.922	\$ 2.052.585	\$ 2.268.557	\$ 6.959.452	\$ 4.641.254
Otros Creditos	\$ 2.347.662	\$ 2.600.005	\$ 5.279.329	\$ 6.266.968	\$ 6.244.663
Bienes de cambio	\$ 5.489.094	\$ 10.439.733	\$ 10.328.948	\$ 23.855.732	\$ 25.815.234
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 12.997.526	\$ 18.332.487	\$ 29.192.137	\$ 41.543.894	\$ 54.005.331
ACTIVO NO CORRIENTE					
Otros créditos	\$ -	\$ 21.504	\$ 21.504	\$ 21.504	\$ 21.504
Bienes de Uso	\$ 3.176.873	\$ 3.150.676	\$ 3.283.635	\$ 7.838.885	\$ 13.505.861
Inversiones	\$ 316.801	\$ 190.920	\$ 265.761	\$ 307.854	\$ 360.132
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 3.493.674	\$ 3.363.100	\$ 3.570.900	\$ 8.168.243	\$ 13.887.497
TOTAL ACTIVO	\$ 16.491.200	\$ 21.695.587	\$ 32.763.037	\$ 49.712.137	\$ 67.892.828
PASIVO					
PASIVO CORRIENTE					
Deudas Comerciales	\$ 2.443.324	\$ 3.783.474	\$ 6.881.740	\$ 5.919.362	\$ 16.482.289
Deudas financieras	\$ 345.666	\$ 410.897	\$ 1.667.262	\$ 6.092.182	\$ 3.847.764
Deudas fiscales	\$ 452.660	\$ 1.008.989	\$ 1.893.471	\$ 2.763.398	\$ 2.270.457
Deudas Sociales	\$ 378.211	\$ 738.536	\$ 837.362	\$ 1.155.564	\$ 1.751.172
Otros pasivos	\$ 165.388	\$ 18.597	\$ 1.518.403	\$ 95.522	\$ 700.530
PASIVO CORRIENTE	\$ 3.785.249	\$ 5.960.493	\$ 12.798.238	\$ 16.026.028	\$ 25.052.212
Deudas financieras	\$ -	\$ 368.056	\$ 1.264.515	\$ 6.361.822	\$ 6.390.812
Previsiones	\$ 119.268	\$ 116.549	\$ 116.549	\$ 135.710	\$ 230.072
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	\$ 119.268	\$ 484.605	\$ 1.381.064	\$ 6.497.532	\$ 6.620.884
TOTAL PASIVO	\$ 3.904.517	\$ 6.445.098	\$ 14.179.302	\$ 22.523.560	\$ 31.673.096
PATRIMONIO NETO					
Por diferencia	\$ 12.586.683	\$ 15.250.489	\$ 18.583.735	\$ 27.188.577	\$ 36.219.732
TOTAL PASIVO + PN	\$ 16.491.200	\$ 21.695.587	\$ 32.763.037	\$ 49.712.137	\$ 67.892.828

Tabla 15: Estado de situación patrimonial consolidado 2009-2013. Con corrección homogénea en etapa intra-ejercicio. Elaboración propia

	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
Ventas	\$ 94.906.817	\$ 114.983.113	\$ 152.252.845	\$ 209.039.864	\$ 292.718.276
Costo de Ventas	\$ 82.287.144	\$ 97.871.441	\$ 129.661.286	\$ 178.284.357	\$ 251.315.125
Ganancia Bruta	\$ 12.619.673	\$ 17.111.672	\$ 22.591.559	\$ 30.755.506	\$ 41.403.151
Menos:					
Gastos de Administracion	\$ 1.534.977	\$ 2.205.461	\$ 2.465.174	\$ 3.295.644	\$ 5.403.309
Gastos de Comercializacion	\$ 5.895.391	\$ 7.961.056	\$ 10.140.019	\$ 13.206.719	\$ 18.867.255
Resultado por inversiones	\$ -199.997	\$ 141.776	\$ -82.583	\$ -46.576	\$ -58.957
Resultados financieros	\$ 213.930	\$ 204.994	\$ 343.496	\$ 473.016	\$ 1.031.771
Otros ingresos y egresos	\$ 155.354	\$ 107.731	\$ 183.265	\$ 60.766	\$ 230.896
Resultado antes de Imp. Gcias	\$ 5.020.018	\$ 6.490.655	\$ 9.542.190	\$ 13.765.938	\$ 15.928.877
Impuesto a las Ganancias	\$ 1.689.400	\$ 2.199.157	\$ 3.253.204	\$ 4.698.824	\$ 5.627.262
Resultado del ejercicio - Ganancia	\$ 3.330.617	\$ 4.291.498	\$ 6.288.986	\$ 9.067.113	\$ 10.301.616

Tabla 16: Estado de resultados consolidado 2009-2013. Con corrección homogénea en etapa intra-ejercicio. Elaboración propia

3.5.2. Corrección Homogénea. Etapa Inter-ejercicio

Una vez homogeneizadas las cifras en moneda de noviembre de cada año, se aplica un coeficiente para convertirlas a moneda de una fecha común y de ese modo poder efectuar comparaciones. Como se mencionó la fecha base es noviembre de 2013.

Año	2009	2010	2011	2012	2013
Indice IPC-SL (Noviembre cada año)	214,2	276,11	339,83	420,84	544,12
Variacion IPC-SL	2,5402	1,9707	1,6012	1,2929	1,0000

Tabla 17: Variación del índice de precios a noviembre 2013. Elaboración propia

Para cada rubro del estado de situación patrimonial y del estado de resultados de la etapa intra-ejercicio, se aplica el coeficiente calculado con base en noviembre de 2013. Los resultados se muestran en las siguientes dos tablas.

	2009	2010	2011	2012	2013
ACTIVO CORRIENTE					
Caja y bancos	\$ 9.423.043	\$ 6.385.274	\$ 7.454.313	\$ 5.285.126	\$ 6.892.588
Inversiones	\$ 1.499.615	\$ -	\$ 10.663.224	\$ 483.630	\$ 10.411.592
Creditos por ventas	\$ 2.186.951	\$ 4.044.955	\$ 3.632.308	\$ 8.998.139	\$ 4.641.254
Otros Creditos	\$ 5.963.631	\$ 5.123.736	\$ 8.453.016	\$ 8.102.801	\$ 6.244.663
Bienes de cambio	\$ 13.943.631	\$ 20.573.205	\$ 16.538.231	\$ 30.843.981	\$ 25.815.234
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 33.016.871	\$ 36.127.170	\$ 46.741.093	\$ 53.713.676	\$ 54.005.331
ACTIVO NO CORRIENTE					
Otros créditos	\$ -	\$ 42.377	\$ 34.431	\$ 27.803	\$ 21.504
Bienes de Uso	\$ 8.070.028	\$ 6.208.923	\$ 5.257.604	\$ 10.135.191	\$ 13.505.861
Inversiones	\$ 804.751	\$ 376.239	\$ 425.524	\$ 398.036	\$ 360.132
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 8.874.779	\$ 6.627.540	\$ 5.717.560	\$ 10.561.031	\$ 13.887.497
TOTAL ACTIVO	\$ 41.891.651	\$ 42.754.709	\$ 52.458.653	\$ 64.274.707	\$ 67.892.828
PASIVO					
PASIVO CORRIENTE					
Deudas Comerciales	\$ 6.206.636	\$ 7.455.955	\$ 11.018.722	\$ 7.653.368	\$ 16.482.289
Deudas financieras	\$ 878.076	\$ 809.740	\$ 2.669.542	\$ 7.876.813	\$ 3.847.764
Deudas fiscales	\$ 1.149.866	\$ 1.988.378	\$ 3.031.738	\$ 3.572.902	\$ 2.270.457
Deudas Sociales	\$ 960.748	\$ 1.455.406	\$ 1.340.745	\$ 1.494.073	\$ 1.751.172
Otros pasivos	\$ 420.126	\$ 36.648	\$ 2.431.196	\$ 123.504	\$ 700.530
PASIVO CORRIENTE	\$ 9.615.451	\$ 11.746.128	\$ 20.491.944	\$ 20.720.660	\$ 25.052.212
Deudas financieras	\$ -	\$ 725.315	\$ 2.024.683	\$ 8.225.441	\$ 6.390.812
Previsiones	\$ 302.970	\$ 229.679	\$ 186.613	\$ 175.465	\$ 230.072
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	\$ 302.970	\$ 954.994	\$ 2.211.295	\$ 8.400.906	\$ 6.620.884
TOTAL PASIVO	\$ 9.918.421	\$ 12.701.122	\$ 22.703.239	\$ 29.121.565	\$ 31.673.096
PATRIMONIO NETO					
Por diferencia	\$ 31.973.229	\$ 30.053.588	\$ 29.755.413	\$ 35.153.142	\$ 36.219.732
TOTAL PASIVO + PN	\$ 41.891.651	\$ 42.754.709	\$ 52.458.653	\$ 64.274.707	\$ 67.892.828

Tabla 18: Estado de situación patrimonial consolidado 2009-2013. Corrección homogénea. Etapa Inter-ejercicio. Elaboración propia

	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
Ventas	\$ 241.086.354	\$ 226.593.066	\$ 243.780.179	\$ 270.275.569	\$ 292.718.276
Costo de Ventas	\$ 209.029.322	\$ 192.871.713	\$ 207.607.625	\$ 230.510.609	\$ 251.315.125
Ganancia Bruta	\$ 32.057.032	\$ 33.721.353	\$ 36.172.554	\$ 39.764.961	\$ 41.403.151
Menos:					
Gastos de Administracion	\$ 3.899.214	\$ 4.346.222	\$ 3.947.122	\$ 4.261.063	\$ 5.403.309
Gastos de Comercializacion	\$ 14.975.724	\$ 15.688.565	\$ 16.235.727	\$ 17.075.468	\$ 18.867.255
Resultado por inversiones	\$ -508.041	\$ 279.392	\$ -132.229	\$ -60.220	\$ -58.957
Resultados financieros	\$ 543.434	\$ 403.975	\$ 549.989	\$ 611.580	\$ 1.031.771
Otros ingresos y egresos	\$ 394.638	\$ 212.301	\$ 293.435	\$ 78.566	\$ 230.896
Resultado antes de Imp. Gcias	\$ 12.752.064	\$ 12.790.898	\$ 15.278.510	\$ 17.798.503	\$ 15.928.877
Impuesto a las Ganancias	\$ 4.291.487	\$ 4.333.799	\$ 5.208.879	\$ 6.075.288	\$ 5.627.262
Resultado del ejercicio - Ganancia	\$ 8.460.576	\$ 8.457.099	\$ 10.069.632	\$ 11.723.215	\$ 10.301.616

Tabla 19: Estado de resultados consolidado 2009-2013. Corrección homogénea. Etapa Inter-ejercicio.

Elaboración propia

3.6. Corrección Diferencial

A los efectos de intentar capturar el efecto de la distorsión que genera el fenómeno inflacionario sobre la estructura de precios relativos, se aplican dos índices de precios en los estados financieros.

3.6.1. Corrección Diferencial. Etapa Intra-ejercicio.

En la corrección diferencial, en la etapa intra-ejercicio, en el estado de situación patrimonial, el resultado es el mismo que en la corrección homogénea, dado que la única modificación a aplicar es el ajuste por anticuación. Este es el mismo para cualquiera de las dos técnicas, dado que se aplica el mismo índice de precios general.

	2009	2010	2011	2012	2013
ACTIVO CORRIENTE					
Caja y bancos	\$ 3.709.505	\$ 3.240.164	\$ 4.655.589	\$ 4.087.687	\$ 6.892.588
Inversiones	\$ 590.343	\$ -	\$ 6.659.714	\$ 374.055	\$ 10.411.592
Creditos por ventas	\$ 860.922	\$ 2.052.585	\$ 2.268.557	\$ 6.959.452	\$ 4.641.254
Otros Creditos	\$ 2.347.662	\$ 2.600.005	\$ 5.279.329	\$ 6.266.968	\$ 6.244.663
Bienes de cambio	\$ 5.489.094	\$ 10.439.733	\$ 10.328.948	\$ 23.855.732	\$ 25.815.234
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 12.997.526	\$ 18.332.487	\$ 29.192.137	\$ 41.543.894	\$ 54.005.331
ACTIVO NO CORRIENTE					
Otros créditos	\$ -	\$ 21.504	\$ 21.504	\$ 21.504	\$ 21.504
Bienes de Uso	\$ 3.176.873	\$ 3.150.676	\$ 3.283.635	\$ 7.838.885	\$ 13.505.861
Inversiones	\$ 316.801	\$ 190.920	\$ 265.761	\$ 307.854	\$ 360.132
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 3.493.674	\$ 3.363.100	\$ 3.570.900	\$ 8.168.243	\$ 13.887.497
TOTAL ACTIVO	\$ 16.491.200	\$ 21.695.587	\$ 32.763.037	\$ 49.712.137	\$ 67.892.828
PASIVO					
PASIVO CORRIENTE					
Deudas Comerciales	\$ 2.443.324	\$ 3.783.474	\$ 6.881.740	\$ 5.919.362	\$ 16.482.289
Deudas financieras	\$ 345.666	\$ 410.897	\$ 1.667.262	\$ 6.092.182	\$ 3.847.764
Deudas fiscales	\$ 452.660	\$ 1.008.989	\$ 1.893.471	\$ 2.763.398	\$ 2.270.457
Deudas Sociales	\$ 378.211	\$ 738.536	\$ 837.362	\$ 1.155.564	\$ 1.751.172
Otros pasivos	\$ 165.388	\$ 18.597	\$ 1.518.403	\$ 95.522	\$ 700.530
PASIVO CORRIENTE	\$ 3.785.249	\$ 5.960.493	\$ 12.798.238	\$ 16.026.028	\$ 25.052.212
Deudas financieras	\$ -	\$ 368.056	\$ 1.264.515	\$ 6.361.822	\$ 6.390.812
Previsiones	\$ 119.268	\$ 116.549	\$ 116.549	\$ 135.710	\$ 230.072
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	\$ 119.268	\$ 484.605	\$ 1.381.064	\$ 6.497.532	\$ 6.620.884
TOTAL PASIVO	\$ 3.904.517	\$ 6.445.098	\$ 14.179.302	\$ 22.523.560	\$ 31.673.096
PATRIMONIO NETO					
Por diferencia	\$ 12.586.683	\$ 15.250.489	\$ 18.583.735	\$ 27.188.577	\$ 36.219.732
TOTAL PASIVO + PN	\$ 16.491.200	\$ 21.695.587	\$ 32.763.037	\$ 49.712.137	\$ 67.892.828

Tabla 20: Estado de situación patrimonial consolidado 2009-2013. Corrección diferencial. Etapa Intra-ejercicio. Elaboración propia

En el estado de resultados, se aplica el índice de precios sectorial sobre los rubros Ventas y Costo de ventas. Para los demás rubros del estado de situación patrimonial, se aplica el índice general.

Año	2009	2010	2011	2012	2013
Variación promedio IPC-SL	1,0711	1,1263	1,1035	1,1065	1,1278
Variación promedio Índice sectorial	0,9822	1,0994	1,1314	1,0898	1,0028

Tabla 21: Variación de precios a aplicar en el estado de resultados. Corrección Diferencial. Etapa Intra-ejercicio. Elaboración propia

	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
Ventas	\$ 87.027.252	\$ 112.235.241	\$ 156.110.919	\$ 205.893.169	\$ 260.284.154
Costo de Ventas	\$ 75.455.318	\$ 95.532.505	\$ 132.946.892	\$ 175.600.628	\$ 223.468.605
Ganancia Bruta	\$ 11.571.934	\$ 16.702.736	\$ 23.164.027	\$ 30.292.541	\$ 36.815.549
Menos:					
Gastos de Administracion	\$ 1.534.977	\$ 2.205.461	\$ 2.465.174	\$ 3.295.644	\$ 5.403.309
Gastos de Comercializacion	\$ 5.895.391	\$ 7.961.056	\$ 10.140.019	\$ 13.206.719	\$ 18.867.255
Resultado por inversiones	\$ -199.997	\$ 141.776	\$ -82.583	\$ -46.576	\$ -58.957
Resultados financieros	\$ 213.930	\$ 204.994	\$ 343.496	\$ 473.016	\$ 1.031.771
Otros ingresos y egresos	\$ 155.354	\$ 107.731	\$ 183.265	\$ 60.766	\$ 230.896
Resultado antes de Imp. Gcias	\$ 3.972.279	\$ 6.081.719	\$ 10.114.658	\$ 13.302.972	\$ 11.341.276
Impuesto a las Ganancias	\$ 1.689.400	\$ 2.199.157	\$ 3.253.204	\$ 4.698.824	\$ 5.627.262
Resultado del ejercicio - Ganai	\$ 2.282.879	\$ 3.882.562	\$ 6.861.454	\$ 8.604.148	\$ 5.714.014

Tabla 22: Estado de resultados consolidado 2009-2013. Corrección Diferencial. Etapa Intra-ejercicio.

Elaboración propia

3.6.2. Corrección Diferencial. Etapa Inter-ejercicio.

Al igual que en la corrección homogénea, se aplica una corrección sobre las cifras de los estados financieros para expresarlos en moneda de una fecha común: noviembre 2013. En el estado de situación patrimonial se aplica el índice de precios sectorial sobre los rubros del capital de trabajo: Créditos por ventas, Deudas comerciales y Bienes de cambio. Para los demás rubros de ambos estados, se aplica el índice general.

Año	2009	2010	2011	2012	2013
Indice sectorial (Noviembre cada año)	102,78	125,46	163,42	195,68	196,78
Variación Indice sectorial	1,9145	1,5685	1,2041	1,0056	1,0000

Tabla 23: Variación de precios a aplicar. Corrección Diferencial Etapa Inter-ejercicio. Elaboración propia

	2009	2010	2011	2012	2013
ACTIVO CORRIENTE					
Caja y bancos	\$ 9.423.043	\$ 6.385.274	\$ 7.454.313	\$ 5.285.126	\$ 6.892.588
Inversiones	\$ 1.499.615	\$ -	\$ 10.663.224	\$ 483.630	\$ 10.411.592
Creditos por ventas	\$ 1.648.275	\$ 3.219.480	\$ 2.731.658	\$ 6.998.500	\$ 4.641.254
Otros Creditos	\$ 5.963.631	\$ 5.123.736	\$ 8.453.016	\$ 8.102.801	\$ 6.244.663
Bienes de cambio	\$ 10.509.122	\$ 16.374.721	\$ 12.437.491	\$ 23.989.582	\$ 25.815.234
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 29.043.685	\$ 31.103.211	\$ 41.739.703	\$ 44.859.638	\$ 54.005.331
ACTIVO NO CORRIENTE					
Otros créditos	\$ -	\$ 42.377	\$ 34.431	\$ 27.803	\$ 21.504
Bienes de Uso	\$ 8.070.028	\$ 6.208.923	\$ 5.257.604	\$ 10.135.191	\$ 13.505.861
Inversiones	\$ 804.751	\$ 376.239	\$ 425.524	\$ 398.036	\$ 360.132
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 8.874.779	\$ 6.627.540	\$ 5.717.560	\$ 10.561.031	\$ 13.887.497
TOTAL ACTIVO	\$ 37.918.464	\$ 37.730.751	\$ 47.457.262	\$ 55.420.668	\$ 67.892.828
PASIVO					
PASIVO CORRIENTE					
Deudas Comerciales	\$ 4.677.856	\$ 5.934.379	\$ 8.286.573	\$ 5.952.574	\$ 16.482.289
Deudas financieras	\$ 878.076	\$ 809.740	\$ 2.669.542	\$ 7.876.813	\$ 3.847.764
Deudas fiscales	\$ 1.149.866	\$ 1.988.378	\$ 3.031.738	\$ 3.572.902	\$ 2.270.457
Deudas Sociales	\$ 960.748	\$ 1.455.406	\$ 1.340.745	\$ 1.494.073	\$ 1.751.172
Otros pasivos	\$ 420.126	\$ 36.648	\$ 2.431.196	\$ 123.504	\$ 700.530
PASIVO CORRIENTE	\$ 8.086.671	\$ 10.224.552	\$ 17.759.794	\$ 19.019.866	\$ 25.052.212
Deudas financieras	\$ -	\$ 725.315	\$ 2.024.683	\$ 8.225.441	\$ 6.390.812
Previsiones	\$ 302.970	\$ 229.679	\$ 186.613	\$ 175.465	\$ 230.072
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	\$ 302.970	\$ 954.994	\$ 2.211.295	\$ 8.400.906	\$ 6.620.884
TOTAL PASIVO	\$ 8.389.640	\$ 11.179.545	\$ 19.971.090	\$ 27.420.772	\$ 31.673.096
PATRIMONIO NETO					
Por diferencia	\$ 29.528.824	\$ 26.551.205	\$ 27.486.173	\$ 27.999.897	\$ 36.219.732
TOTAL PASIVO + PN	\$ 37.918.464	\$ 37.730.751	\$ 47.457.262	\$ 55.420.668	\$ 67.892.828

Tabla 24: Estado de situación patrimonial consolidado 2009-2013. Corrección Diferencial. Etapa Inter-ejercicio. Elaboración propia

En el estado de resultados, el índice sectorial se aplica sobre Ventas y Costo de Ventas, sobre los demás rubros se aplica el índice general.

	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
Ventas	\$ 166.617.655	\$ 176.040.977	\$ 187.979.272	\$ 207.048.393	\$ 260.284.154
Costo de Ventas	\$ 144.462.658	\$ 149.842.735	\$ 160.086.560	\$ 176.585.887	\$ 223.468.605
Ganancia Bruta	\$ 22.154.997	\$ 26.198.242	\$ 27.892.712	\$ 30.462.506	\$ 36.815.549
Menos:					
Gastos de Administracion	\$ 3.899.214	\$ 4.346.222	\$ 3.947.122	\$ 4.261.063	\$ 5.403.309
Gastos de Comercializacion	\$ 14.975.724	\$ 15.688.565	\$ 16.235.727	\$ 17.075.468	\$ 18.867.255
Resultado por inversiones	\$ -508.041	\$ 279.392	\$ -132.229	\$ -60.220	\$ -58.957
Resultados financieros	\$ 543.434	\$ 403.975	\$ 549.989	\$ 611.580	\$ 1.031.771
Otros ingresos y egresos	\$ 394.638	\$ 212.301	\$ 293.435	\$ 78.566	\$ 230.896
Resultado antes de Imp. Gcias	\$ 2.850.029	\$ 5.267.787	\$ 6.998.669	\$ 8.496.049	\$ 11.341.276
Impuesto a las Ganancias	\$ 4.291.487	\$ 4.333.799	\$ 5.208.879	\$ 6.075.288	\$ 5.627.262
Resultado del ejercicio - Ganancia	\$ -1.441.459	\$ 933.988	\$ 1.789.790	\$ 2.420.760	\$ 5.714.014

Tabla 25: Estado de resultados consolidado 2009-2013. Corrección Diferencial. Etapa Inter-ejercicio. Elaboración propia

3.7. Resultados comparativos reordenados

Los estados financieros, originales y modificados, con las correcciones homogénea y diferencial, se reordenan para el análisis financiero según los criterios de reordenamiento de la información contable para el análisis financiero, descritos en la metodología. Dentro de la categoría de activos operativos se encuadra la totalidad de activos de la empresa, es decir que todos los activos se consideran operativos. Dentro de la categoría de pasivos operativos, se incluyen las deudas comerciales, las deudas fiscales, las deudas sociales, el rubro “otros pasivos” y las provisiones. En pasivos financieros, se incluyen las deudas financieras, tanto de corto como de largo plazo. El patrimonio neto se calcula por diferencia. El activo operativo neto, como se ha mencionado anteriormente, resulta de la diferencia entre el activo neto y el pasivo neto.

		<u>Activo Operativo</u>	<u>Pasivo Operativo</u>	<u>Pasivo Financiero</u>	<u>Activo Operativo Neto</u>	<u>Patrimonio Neto</u>
2009	Original	15.504.128	3.558.851	345.666	11.945.277	11.599.611
	Homogéneo	41.891.651	9.040.346	878.076	32.851.305	31.973.229
	Diferencial	37.918.464	7.511.565	878.076	30.406.899	29.528.824
2010	Original	20.905.082	5.666.145	778.953	15.238.937	14.459.984
	Homogéneo	42.754.709	11.166.067	1.039.419	31.588.642	30.549.224
	Diferencial	37.730.751	9.644.491	1.039.419	28.086.260	27.046.841
2011	Original	31.688.662	11.247.525	2.931.777	20.441.137	17.509.360
	Homogéneo	52.458.653	18.009.014	4.694.225	34.449.638	29.755.413
	Diferencial	47.457.262	15.276.865	4.694.225	32.180.398	27.486.173
2012	Original	46.787.342	10.069.556	12.454.004	36.717.786	24.263.782
	Homogéneo	64.274.707	13.019.311	16.102.254	51.255.396	35.153.142
	Diferencial	55.420.668	11.318.518	16.102.254	44.102.151	27.999.897
2013	Original	62.508.088	21.434.520	10.238.576	41.073.568	30.834.992
	Homogéneo	67.892.828	21.434.520	10.238.576	46.458.308	36.219.732
	Diferencial	67.892.828	21.434.520	10.238.576	46.458.308	36.219.732

Tabla 26: Reordenamiento del estado de situación patrimonial para cada tipo de corrección: original, homogénea y diferencial. Ejercicios 2009-2013. Elaboración propia

Con respecto al estado de resultados, a los efectos del reordenamiento para el análisis financiero, se aplican dos cambios respecto de la estructura del estado de resultados original:

- ✓ Un cambio en el cálculo de la ganancia operativa
- ✓ Un cambio en el cálculo del impuesto a las ganancias

El cambio en el cálculo de la ganancia operativa, se aplica para convertir la ganancia según el estado de resultados, en la ganancia atribuible a las actividades operativas de la empresa. Para ello, se deben segregar los importes de la línea correspondiente a “Resultados financieros y por tenencia” en resultados financieros generados por activos y pasivos operativos, de los resultados financieros asociados a activos y pasivos financieros. En el caso bajo análisis no existen activos financieros, aunque sí existen pasivos financieros. En la siguiente tabla puede observarse la diferenciación a aplicar para los ejercicios 2009 y 2010:

Información del ESP	2.009			2.010		
	Original	Homogéneo	Diferencial	Original	Homogéneo	Diferencial
Resultados financieros	-199.728	-543.434	-543.434	-182.012	-403.975	-403.975
Generados por act y pas operat	2.687	7.311	7.311	91.984	204.158	204.158
Generados por act y pasivos financ	-202.415	-550.745	-550.745	-273.996	-608.132	-608.132
TOTAL	-199.728	-543.434	-543.434	-182.012	-403.975	-403.975

Tabla 27: Segregación de resultados financieros, en componentes operativos y financieros. Ejercicio 2009 y 2010. Elaboración propia

Para los ejercicios 2011 a 2013, se observa la distinción de resultados financieros en la Tabla 28:

Información del ESP	2.011			2.012		
	Original	Homogéneo	Diferencial	Original	Homogéneo	Diferencial
Resultados financieros	-311.292	-549.989	-549.989	-427.489	-611.580	-611.580
Generados por pasivos financieros	-694.171	-1.226.458	-1.226.458	-1.414.065	-2.023.009	-2.023.009
Generados por activos y pasivos op	382.879	676.469	676.469	986.576	1.411.429	1.411.429

Tabla 28: Segregación de resultados financieros, en componentes operativos y financieros. Ejercicios 2011 y 2012. Elaboración propia

Por último, en la Tabla 29 se muestra la distinción de resultados financieros para el ejercicio 2013.

Información del ESP	2.013		
	Original	Homogéneo	Diferencial
Resultados financieros	-914.888	-1.031.771	-1.031.771
Generados por pasivos financieros	-3.122.319	-3.521.216	-3.521.216
Generados por activos y pasivos op	2.207.431	2.489.445	2.489.445

Tabla 29: Segregación de resultados financieros, en componentes operativos y financieros. Ejercicio 2013. Elaboración propia

Los resultados financieros, entonces, se segregan entre los generados por activos y pasivos operativos, de los generados por pasivos financieros. Los primeros, quedan restados de la ganancia bruta para el cálculo de la ganancia operativa. Por ejemplo, para el ejercicio 2013, se segregan los resultados financieros y por tenencia, con un importe de \$1.031.771, en resultados financieros generados por componentes operativos (-) \$2.489.445 y los generados por componentes financieros \$3.521.216.

Estado de Resultados original (corregido por inflación)	2013	Estado de Resultados reordenado (corregido por inflación)	2013
Ventas	\$ 260.284.154	Ventas	\$ 260.284.154
(-) Costo de Ventas	\$ 223.468.605	(-) Costo de Ventas	\$ 223.468.605
Ganancia Bruta	\$ 36.815.549	Ganancia Bruta	\$ 36.815.549
Gastos de Administracion	\$ 5.403.309	Gastos de Administracion	\$ 5.403.309
Gastos de Comercializacion	\$ 18.867.255	Gastos de Comercializacion	\$ 18.867.255
Resultado por inversiones	\$ -58.957	Resultado por inversiones	\$ -58.957
Rdos financieros y por tenencia	\$ 1.031.771	Rdos fin grados por act/pas operat	\$ -2.489.445
Otros ingresos y egresos operativos	\$ 230.896	Otros ingresos y egresos operativos	\$ 230.896
Ganancia Operativa antes de impuestos	\$ 11.341.276	Ganancia Operativa antes de impuestos	\$ 14.862.491
Impuesto a las Ganancias	\$ 5.627.262	Impuesto a las Ganancias s/ EC	\$ 5.627.262
Ganancia Operativa desp de impuestos	\$ 5.714.014	Escudo fiscal	\$ 1.232.426
		Impuesto a las Ganancias Operativo	\$ 6.859.687
		Ganancia Operativa desp de impuestos	\$ 8.002.804
		Costo del pasivo financiero ant de imp	\$ 3.521.216
		Escudo fiscal	\$ -1.232.426
Ganancia Ordinaria	\$ 5.714.014	Costo del pasivo financ desp de imp	\$ 2.288.790
		Ganancia Ordinaria	\$ 5.714.014

Figura 20: Estructura de cálculo de los resultados financieros y por tenencia para el reordenamiento.

Elaboración propia

Con respecto al cambio en el cálculo del impuesto a las ganancias, es necesario convertir el monto del impuesto a las ganancias según el estado de resultados, en el impuesto a las ganancias atribuible a las actividades operativas. Este es el denominado “impuesto a las ganancias operativo” (Fornero, 2014).

$$IGo = IGr + Ef$$

Ecuación 8: Impuesto a las ganancias operativo

Donde:

IGo : Impuesto a las ganancias operativo

IGr : Impuesto a las ganancias según el estado de resultados

Ef : Escudo fiscal

Como se puede observar en la Ecuación 8, el impuesto a las ganancias operativo se calcula como la suma del impuesto a las ganancias según el estado de resultados original y el escudo fiscal, entendiendo este último como el ahorro de impuesto a las ganancias, generado por la deducción de intereses del pasivo financiero de la base imponible de impuesto a las ganancias. El escudo fiscal se calcula como el importe del costo del pasivo financiero multiplicado por la alícuota de impuesto a las ganancias.

Los estados financieros reordenados, se observan a continuación. Para cada ejercicio económico, se muestra en forma comparativa, el importe de cada partida para el caso original, es decir, sin aplicar la corrección por inflación; el caso con corrección homogénea y con corrección diferencial.

Los resultados obtenidos para los ejercicios 2009 y 2010 son los siguientes:

Información del ER	2.009			2.010		
	Original	Homogéneo	Corregido	Original	Homogéneo	Corregido
Ventas	88.606.280	241.086.354	166.617.655	102.092.228	226.593.066	176.040.977
(-) Costo de Ventas	76.824.384	209.029.322	144.462.658	86.898.965	192.871.713	149.842.735
Ganancia Bruta	11.781.896	32.057.032	22.154.997	15.193.263	33.721.353	26.198.242
Gastos de Administracion	1.433.075	3.899.214	3.899.214	1.958.204	4.346.222	4.346.222
Gastos de Comercializacion	5.504.016	14.975.724	14.975.724	7.068.533	15.688.565	15.688.565
Resultado por inversiones	-186.720	-508.041	-508.041	125.881	279.392	279.392
Rdos fin grados por act/pas operat	-9.518	-25.897	-25.897	-171.979	-381.706	-381.706
Otros ingresos y egresos operativos	145.041	394.638	394.638	95.653	212.301	212.301
Ganancia Operativa antes de impuestos	4.896.002	13.321.395	3.419.360	6.116.971	13.576.579	6.053.468
Impuesto a las Ganancias s/ EC	1.577.247	4.291.487	4.291.487	1.952.607	4.333.799	4.333.799
Escudo fiscal	73.236	199.266	199.266	123.897	274.988	274.988
Impuesto a las Ganancias Operativo	1.650.483	4.490.753	4.490.753	2.076.504	4.608.787	4.608.787
Ganancia Operativa desp de impuestos	3.245.519	8.830.642	-1.071.393	4.040.467	8.967.792	1.444.681
Costo del pasivo financiero ant de imp	209.246	569.332	569.332	353.991	785.681	785.681
Escudo fiscal	-73.236	-199.266	-199.266	-123.897	-274.988	-274.988
Costo del pasivo financ desp de imp	136.010	370.066	370.066	230.094	510.693	510.693
Ganancia Ordinaria	3.109.509	8.460.576	-1.441.459	3.810.373	8.457.099	933.988

Tabla 30: Estados de resultados reordenados: sin corregir, con corrección homogénea y corrección diferencial. Ejercicios: 2009-2010. Elaboración propia

Información del ER	2.011			2.012			2.013		
	Original	Homogéneo	Corregido	Original	Homogéneo	Corregido	Original	Homogéneo	Corregido
Ventas	137.978.721	243.780.179	187.979.272	188.920.199	270.275.569	207.048.393	259.558.027	292.718.276	260.284.154
(-) Costo de Ventas	117.505.183	207.607.625	160.086.560	161.124.848	230.510.609	176.585.887	222.845.184	251.315.125	223.468.605
Ganancia Bruta	20.473.538	36.172.554	27.892.712	27.795.351	39.764.961	30.462.506	36.712.843	41.403.151	36.815.549
Gastos de Administración	2.234.057	3.947.122	3.947.122	2.978.445	4.261.063	4.261.063	4.791.201	5.403.309	5.403.309
Gastos de Comercialización	9.189.364	16.235.727	16.235.727	11.935.599	17.075.468	17.075.468	16.729.900	18.867.255	18.867.255
Resultado por inversiones	-74.841	-132.229	-132.229	-42.093	-60.220	-60.220	-52.278	-58.957	-58.957
Rdos fin grados por act/pas operat	-382.879	-676.469	-676.469	-986.576	-1.411.429	-1.411.429	-2.207.431	-2.489.445	-2.489.445
Otros ingresos y egresos operativos	166.083	293.435	293.435	34.917	78.566	78.566	204.739	230.896	230.896
Ganancia Operativa antes de impuestos	9.341.754	16.504.969	8.225.127	13.855.059	19.821.512	10.519.057	17.246.712	19.450.093	14.862.491
Impuesto a las Ganancias s/ EC	2.948.207	5.208.879	5.208.879	4.246.572	6.075.288	6.075.288	4.989.784	5.627.262	5.627.262
Escudo fiscal	242.960	429.260	429.260	494.923	708.053	708.053	1.092.812	1.232.426	1.232.426
Impuesto a las Ganancias Operativo	3.191.167	5.638.139	5.638.139	4.741.495	6.783.341	6.783.341	6.082.596	6.859.687	6.859.687
Ganancia Operativa desp de impuestos	6.150.587	10.866.829	2.586.988	9.113.564	13.038.171	3.735.716	11.164.116	12.590.406	8.002.804
Costo del pasivo financiero ant de imp	694.171	1.226.458	1.226.458	1.414.065	2.023.009	2.023.009	3.122.319	3.521.216	3.521.216
Escudo fiscal	-242.960	-429.260	-429.260	-494.923	-708.053	-708.053	-1.092.812	-1.232.426	-1.232.426
Costo del pasivo financ desp de imp	451.211	797.198	797.198	919.142	1.314.956	1.314.956	2.029.507	2.288.790	2.288.790
Ganancia Ordinaria	5.699.376	10.069.632	1.789.790	8.194.422	11.723.215	2.420.760	9.134.609	10.301.616	5.714.014

Tabla 31: Estados de resultados reordenados: sin corregir, con corrección homogénea y corrección diferencial. Ejercicios: 2011-2012-2013. Elaboración propia

3.8. Calculo de indicadores financieros

Una vez reordenada la información financiera según las fuentes operativas y financieras de fondos, es posible desarrollar un análisis relevante de indicadores de desempeño. Para las tres situaciones consideradas: sin corrección, con corrección homogénea y corrección diferencial, se calculan los indicadores seleccionados como representativos del desempeño financiero de la empresa: Rendimiento operativo (ROA), Rendimiento patrimonial (ROE), Costo del pasivo financiero (Costo % del PF), Rotación Operativa y Margen operativo sobre ventas (Mg operativo sobre ventas). Los resultados obtenidos para los ejercicios 2009 y 2010, son los siguientes:

Año Indicadores	2009			2010		
	Orig	Homog	Dif	Orig	Homog	Dif
ROA	27,17%	26,88%	-3,52%	26,51%	28,39%	5,14%
Rotación Operativa	7,42	7,34	5,48	6,70	7,17	6,27
Mg operativo sobre ventas	3,66%	3,66%	-0,64%	3,96%	3,96%	0,82%
Costo % del PF	39,35%	42,15%	42,15%	29,54%	49,13%	49,13%
PF/PN	2,98%	2,75%	2,97%	5,39%	3,40%	3,84%
ROE	26,81%	28,78%	-4,88%	26,35%	31,03%	3,45%

Tabla 32: Indicadores de rendimiento: con estados financieros originales, con corrección homogénea y diferencial. Ejercicios 2009-2010. Elaboración propia

Los resultados obtenidos para los ejercicios 2011-2012 y 2013, son los siguientes:

Año Indicadores	2011			2012			2013		
	Orig	Homog	Dif	Orig	Homog	Dif	Orig	Homog	Dif
ROA	30,09%	31,54%	8,04%	24,82%	25,44%	8,47%	27,18%	27,10%	17,23%
Rotación Operativa	6,75	7,08	5,84	5,15	5,27	4,69	6,32	6,30	5,60
Mg operativo sobre ventas	4,46%	4,46%	1,38%	4,82%	4,82%	1,80%	4,30%	4,30%	3,07%
Costo % del PF	15,39%	16,98%	16,98%	7,38%	8,17%	8,17%	19,82%	22,35%	22,35%
PF/PN	16,74%	15,78%	17,08%	51,33%	45,81%	57,51%	33,20%	28,27%	28,27%
ROE	32,55%	39,20%	6,51%	33,77%	40,83%	8,65%	29,62%	41,08%	15,78%

Tabla 33: Indicadores de rendimiento: con estados financieros originales, con corrección homogénea y diferencial. Ejercicios 2011-2012-2013. Elaboración propia

3.9. Análisis de resultados

3.9.1. Análisis del Rendimiento operativo (ROA)

Si se observa el ROA, por ejemplo del año 2009, calculado con las cifras de los estados financieros originales, es decir, sin corregir, arroja un valor del (+27,2%). Este resultado es casi el mismo para la corrección homogénea (+26,9%). En 2009, el resultado de la corrección homogénea generó un incremento en el activo operativo neto del 175% y un 172% de incremento en la ganancia operativa. En ese caso, no se captura el efecto de los cambios en la estructura de precios relativos. Por otra parte, si se observa la corrección diferencial, para 2009 el ROA es negativo (-4%). Si bien se recompone durante los siguientes tres años (+5% en 2010, +8% en 2011, +8% en 2012 y +17% en 2013), no llega a niveles similares del ROA de los estados financieros sin corregir, o con corrección homogénea, los cuales oscilan entre el 25% y el 30%. Los resultados numéricos resaltan la importancia de considerar cuestiones sectoriales al momento de desarrollar un análisis financiero en contextos de inflación, dado que el efecto sobre los precios relativos puede llegar a ser significativo. La marcada diferencia entre la corrección homogénea y diferencial en 2009 y 2010, se genera por la conjunción de los efectos de la crisis financiera de Toyota, y el contexto inflacionario argentino. Por un lado se generó una caída de precios a nivel mundial, que afectó el mercado en la Argentina, y por otro, la empresa enfrentó un contexto local caracterizado por un incremento sostenido de los costos. En otras palabras, en un momento en que los precios de la economía doméstica se incrementaban por efecto de la inflación (+15,3% entre 2008 y 2009 según el IPC-SL), los precios de los vehículos Toyota caían por efecto de la crisis de la empresa (-3,5% entre 2008 y 2009 según el índice sectorial).

En los años subsiguientes, la empresa recuperó el rendimiento operativo en forma moderada, probablemente por crecimiento en estructura organizacional, tal como describe en los estados contables (mejoras en la infraestructura, ampliación de cobertura comercial, introducción de nuevos modelos a la cartera de productos, etc.). Del lado del denominador, en el activo operativo neto, el crecimiento está dado por el ajuste por anticuación sobre los bienes de uso, que oscila para los distintos años entre el 39% y el 71%. Del lado del

numerador, la ganancia operativa también se incrementa por la variación altamente significativa de los precios de IPC-SL del 2009 al 2013 (154%).

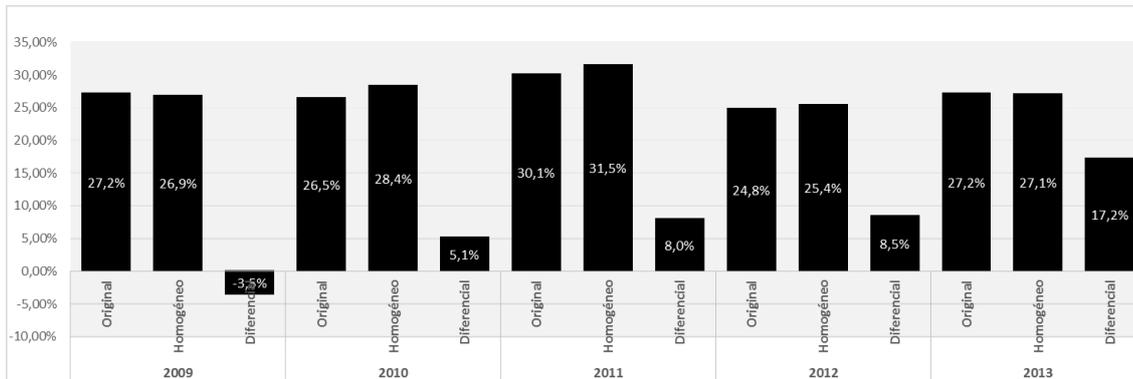


Figura 21: Rendimiento Operativo. Elaboración propia

3.9.1.1. Análisis de los componentes del ROA: Rotación operativa y Margen neto sobre ventas

Dado que el ROA se compone del margen operativo sobre ventas y la rotación operativa, es importante analizar cómo estos se comportan.

Margen Operativo sobre ventas

El margen operativo sobre ventas, expresa el porcentaje de ganancia operativa por cada peso de venta. En los estados financieros sin corregir, el margen arroja un (+4%). En la corrección homogénea, este resultado no varía, dado que se multiplican los saldos de las cuentas por el mismo factor corrector y se les brinda igual tratamiento durante las etapas de corrección intra e inter-ejercicio, siendo que ambas son cuentas del estado de resultados.

Como se puede observar, con la corrección diferencial, el porcentaje de margen operativo sobre ventas es negativo en 2009 (-1%) y levemente positivo durante los siguientes años: (+1%) durante 2010 y 2011, (+2%) en 2012 y (+3%) en 2013. Por otra parte, con la corrección homogénea se mantiene estable entre el (+4%) y (+5%). Este indicador permite comprender que si los gastos y costos varían nominalmente de acuerdo a un índice y los ingresos de acuerdo a otro, es resultado del indicador operativo sobre ventas depende del peso relativo de cada rubro, y de la brecha entre los dos índices. El conocimiento y seguimiento de este mecanismo, configura una oportunidad para el control de gestión, dado que permite prever resultados y tomar decisiones de asignación de recursos para amortiguar el efecto sobre la rentabilidad. Durante el periodo post-devaluación, las empresas concesionarias de vehículos gozaron de un periodo de ventas record, que se intensificó con las restricciones impuestas a la tenencia de divisas, y la falta de opciones para los agentes económicos para la inversión y resguardo de ahorros. La adquisición de vehículos fue la opción elegida por las familias para mantener el poder adquisitivo de sus ahorros. Si bien los costos se incrementaron luego de 2009 cada vez con mayor intensidad.

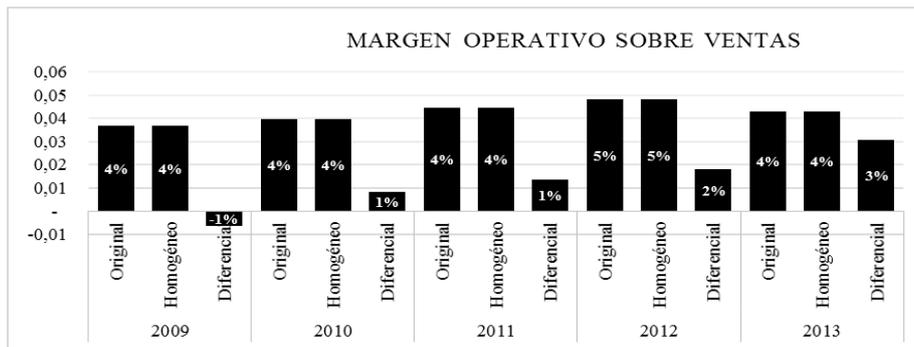


Figura 22: Margen operativo sobre ventas, comparativo para cada año: original, con corrección homogénea y corrección diferencial. Elaboración propia

Rotación Operativa

La rotación operativa, entendida como el cociente entre las ventas y el activo operativo neto, es un indicador de eficiencia por cuanto muestra qué tan eficiente es la empresa en poner en marcha su estructura de activos para generar ventas. La inversión de la empresa impulsa las ventas, y estas al ciclo de negocio. A mayor rotación, mayor movimiento de operaciones, mayor eficiencia en la gestión y por ende mayor rendimiento operativo. Cuando no se corrigen las cifras por inflación, la rotación mezcla cifras expresadas en diferentes momentos y se genera un índice de rotación distorsionado. Al corregir por inflación los activos operativos, con el gran impacto que genera el ajuste por anticuación, el denominador del indicador crece en mayor medida que el numerador generando una caída en la rotación operativa.

En los estados financieros sin corregir, la rotación operativa durante los primeros tres años oscila entre 6 y 7, mientras que con la corrección homogénea se mantiene en esos valores, en la corrección diferencial disminuye a un rango de entre 5 y 6 (Figura 23). Si bien tienden a alinearse en los dos últimos años (casi se igualan en 5 en 2012 y en 6 en 2013), es significativa la diferencia que se genera por considerar las distorsiones en los precios relativos.



Figura 23: Rotación Operativa en forma comparativa. Elaboración propia

3.9.2. Costo del pasivo financiero

El costo del pasivo financiero refleja el costo financiero porcentual que genera el stock de deuda de la empresa. En los estados financieros originales, puede observarse que el stock de deuda crece a lo largo de los

ejercicios económicos. No solo por la emisión de obligaciones negociables en 2011, sino también por la adquisición de crédito bancario, el cual se caracterizó por ofrecer tasas convenientes a partir de los años siguientes a la devaluación de 2002, y hasta 2013, momento a partir del cual las tasas de interés de mercado crecieron por la menor liquidez del mercado financiero. (BBVA Research, 2013). Se puede observar que al aplicar la corrección por inflación, el costo del pasivo financiero es mayor al de la situación sin corrección. En 2009 es (+3pp) mayor, mientras que en 2010 (+19pp), en 2011 (+2pp), en 2012 (+9pp) y en (+2pp).

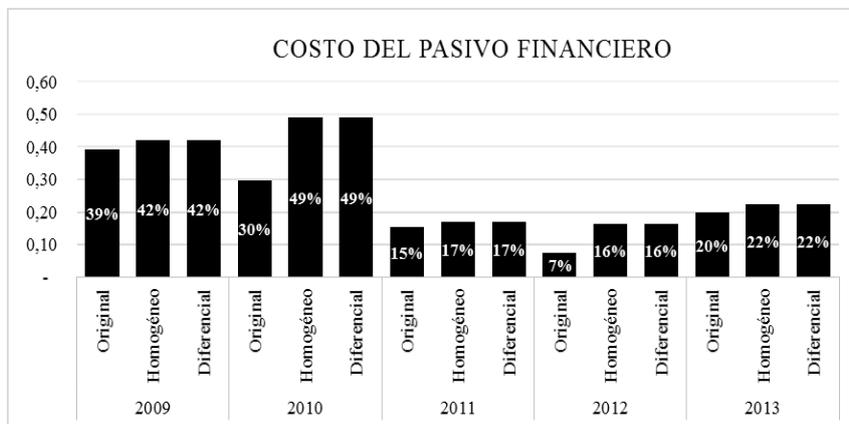


Figura 24: Costo del pasivo financiero en forma comparativa. Elaboración propia

3.9.3. Ratio de endeudamiento

El nivel de endeudamiento de la empresa se mantuvo durante 2009 y 2010, entre un 3% y un 4%. El incremento fue significativo a partir del ejercicio 2011, en el que se triplica el monto de pasivo financiero por la toma de créditos con los Bancos Provincia de Buenos Aires, Patagonia y HSBC, respecto de los años anteriores. Luego en 2012, se emiten obligaciones negociables por \$2.448.688, por lo que el pasivo financiero llega a representar el 57% del patrimonio neto. El pasivo financiero, expresado en moneda de 2013, pasa de representar el 3% sobre patrimonio neto a representar el 57% en 2012 y 28% en 2013. La empresa luego de 2012 amplió su estructura incorporando salones de venta y ampliando sus instalaciones.¹⁶

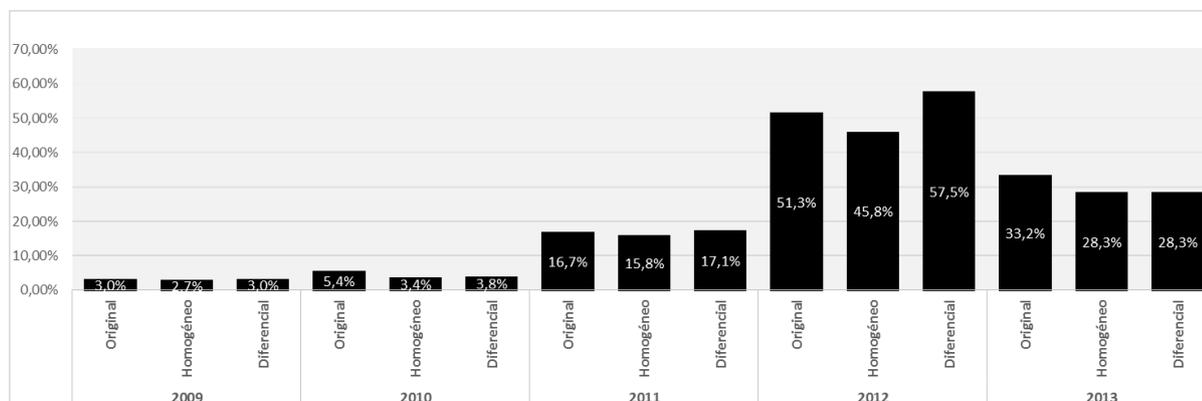


Figura 25: Evolución del ratio de endeudamiento. Elaboración propia

¹⁶ Según se describe en las memorias de los estados contables 2011-2013.

3.9.4. Rendimiento Patrimonial (ROE)

Los efectos de la corrección por inflación del margen operativo sobre ventas, de la rotación operativa, del ROA, y del costo del pasivo financiero, se van a reflejar en el ROE. Este indicador de rendimiento patrimonial, integra indicadores de eficiencia operativa como la rotación operativa, el margen operativo y el rendimiento operativo, con indicadores de financiamiento, como el costo del pasivo financiero, y la participación del pasivo financiero sobre el total del patrimonio neto. De esta manera, pueden obtenerse conclusiones respecto a si la empresa está tomando decisiones de inversión y financiamiento alineadas o no. Si se analiza el ROE, se puede ver que la variación del ROE con corrección homogénea respecto del ROE calculado con los estados financieros originales es relativamente baja: oscila entre el (-0%) y el (-4%) (Figura 26). Mientras que si se compara el ROE calculado con corrección diferencial respecto del ROE calculado con los estados financieros originales, la variación se ubica en un nivel muy superior, oscilando entre (-22%) y (-31%).

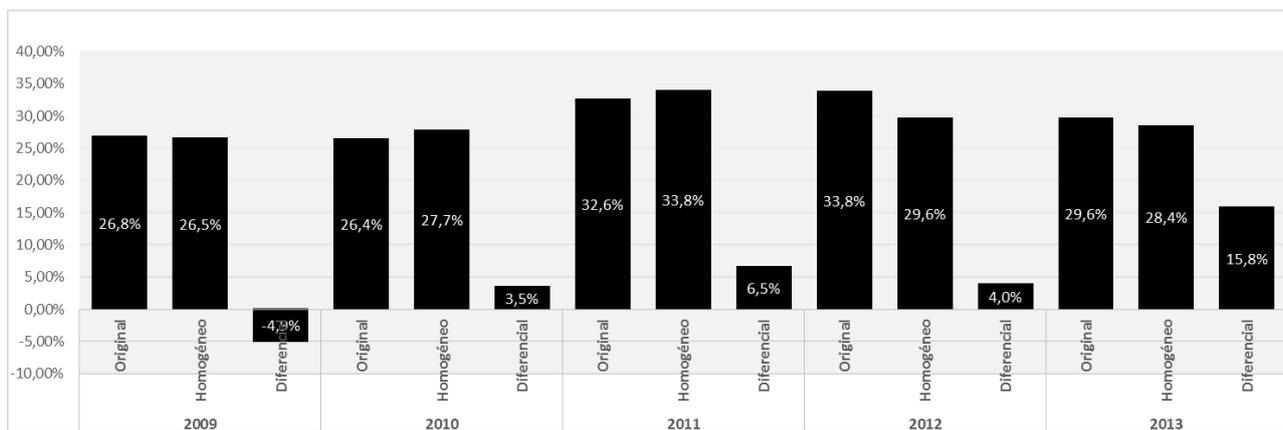


Figura 26: ROE en forma comparativa. Elaboración propia

Como puede observarse, el comportamiento del ROE es coherente con el comportamiento de sus componentes: El ROA corregido con corrección diferencial es siempre menor al ROA original, el costo del pasivo financiero es siempre mayor al original y el ratio de endeudamiento disminuye levemente por efecto del incremento en el patrimonio neto (producto de la corrección en los activos). Entonces, la diferencia entre el ROA y el costo del pasivo financiero genera un resultado negativo lo que impacta en un menor ROE corregido respecto de ROE original.

Año	Comparación	ROA	% Cpf	PF/PN	ROE
2009	Δ Homogeneo/Original	-0,3%	2,8%	-0,2%	2,0%
	Δ Diferencial/Original	-30,7%	2,8%	0,0%	-31,7%
2010	Δ Homogeneo/Original	1,9%	19,6%	-2,0%	4,7%
	Δ Diferencial/Original	-21,4%	19,6%	-1,5%	-22,9%
2011	Δ Homogeneo/Original	1,5%	1,6%	-1,0%	6,6%
	Δ Diferencial/Original	-22,1%	1,6%	0,3%	-26,0%
2012	Δ Homogeneo/Original	0,6%	0,8%	-5,5%	7,1%
	Δ Diferencial/Original	-16,3%	0,8%	6,2%	-25,1%
2013	Δ Homogeneo/Original	-0,1%	2,5%	-4,9%	11,5%
	Δ Diferencial/Original	-10,0%	2,5%	-4,9%	-13,8%

Tabla 34 - Variación en los componentes del ROE. Elaboración propia

Las variaciones relativas de los indicadores de rendimiento calculados con corrección diferencial respecto de los calculados con los datos originales sin corregir, presentan una gran amplitud, en algunos casos mayores al 25%. Esto significa que en contextos inflacionarios, si la empresa toma decisiones relativas a inversión en capital de trabajo, inmoviliza fondos y define su estrategia de gestión del capital de trabajo basándose en los estados financieros originales, estaría desconociendo la verdadera rotación de activos y el margen operativo real.

3.10. Análisis prospectivo

Luego del análisis histórico de la información financiera y de la corrección por inflación, el último paso es el desarrollo de un análisis prospectivo para analizar si es posible proyectar los estados financieros para el periodo 2014 y lograr un nivel razonable de ajuste a las cifras reales. En primer lugar se analiza el contexto económico en el que la empresa se situaba en 2013, luego las perspectivas económicas para 2014, aspectos que servirán de base para definir las premisas de la proyección. Luego, se definirán los supuestos de la proyección para dos escenarios posibles: un escenario base y un escenario riesgoso, para finalmente analizar los resultados obtenidos.

3.10.1. El contexto económico del sector automotriz en 2013

Como se ha mencionado a lo largo del trabajo, el sector automotriz, tanto desde el punto de vista de la producción como de la comercialización, ha experimentado un gran dinamismo luego de contexto post-devaluación de 2002. La adquisición de vehículos cero kilómetro, ha sido una alternativa conveniente para el resguardo del valor de los ahorros de los agentes. En 2013, el volumen de ventas de vehículos en Argentina fue de 940.000 unidades, lo que significó un crecimiento de un 13% respecto de 2012. (BBVA, 2013). En

este contexto, la demanda doméstica, se comportó expansivamente como consecuencia, entre otros factores, de la restricción a la tenencia de moneda extranjera y a un elevado nivel de inflación. Esto impulsó el ahorro a través de la adquisición de vehículos, motivado además por las tasas de interés reales negativas.

El retraso del tipo de cambio oficial respecto de los precios internos redujo el precio relativo de los vehículos importados. Este aspecto se vio acentuado por la política de contención de precios de las terminales, para ganar volumen de ventas resignando margen (Abeceb, 2014). Por otra parte, los ingresos de los hogares evolucionaron por encima de los precios promedio de los automotores, mejorando las condiciones de accesibilidad. Otro aspecto importante a destacar es el efecto de la postergación del aumento de las tarifas de los servicios públicos (energía y transporte), lo que evitó el impacto negativo sobre los ingresos de los hogares. El financiamiento prendario alcanzó un 42% del total de las adquisiciones de vehículos 0 km, lo que significó 2 puntos porcentuales por encima del año 2012.

3.10.2. Perspectivas económicas para 2014

Según se plantea el informe sectorial de BBVA (2013), se espera para 2014 un contexto signado por un menor ingreso per cápita respecto de 2013, una aceleración de la tasa de devaluación del tipo de cambio, acompañada de un incremento gradual de la tasa de interés e imposición de nuevos tributos sobre vehículos de alta gama.

Se espera entonces, que durante el ejercicio 2014, se produzca el impacto sobre las cifras de los estados financieros de las siguientes variables clave:

- ✓ Modificación del impuesto interno sobre los vehículos de alta gama.
- ✓ Demanda esperada de vehículos en el mercado interno argentino
- ✓ Inflación esperada de los precios del sector automotriz y de la economía general.

Modificación del impuesto interno sobre los vehículos de alta gama.

En diciembre de 2013, se modificó la alícuota del impuesto interno sobre los vehículos de alta gama, según el texto de la Ley 24674 (artículo 28 y 39) a partir del Decreto 2273/2013. El mismo establece una alícuota diferencial para los vehículos de alta gama. ¹⁷Si bien el impuesto solo alcanza el 12% de las unidades que comercializa la empresa¹⁸, el impacto sobre las ventas es significativo, dado el alto nivel de la alícuota.

¹⁷ El texto expresa que: “(...) aquellas operaciones cuyo precio de venta, sin considerar impuestos, incluidos los opcionales, sea igual o inferior a PESOS CIENTO SETENTA MIL (\$ 170.000) estarán exentas del gravamen. Que en relación con los bienes comprendidos en el Artículo 38 dispuso que deberán tributar el impuesto que resulte por aplicación de la tasa del CINCUENTA POR CIENTO (50%) sobre la base imponible respectiva. Que, asimismo, contempló que aquellas operaciones cuyo precio de venta, sin considerar impuestos, incluidos los opcionales, sea igual o inferior a PESOS CIENTO SETENTA MIL (\$ 170.000) estarán exentas del gravamen, (...) Que también estableció que, para el caso de los bienes comprendidos en los incisos a), b) y d) del Artículo 38, cuyo precio de venta, sin considerar impuestos, incluidos los opcionales, sea superior a

Demanda esperada de vehículos en el mercado interno argentino

Según un informe de la consultora Abeceb (2013), las perspectivas de disminución del nivel de actividad del sector de comercialización de vehículos para 2014, arrojaban a una caída esperada del 20%, como consecuencia, entre otras variables, de la caída del salario real producto de la inflación, un contexto de altas tasas de interés y el efecto de la modificación de las alícuotas del impuesto interno para los vehículos de alta gama, que, en todo el mercado, supera el 45% para los vehículos alcanzados. Además, las ventas de vehículos importados se verían afectadas, por un lado, por la escasez de divisas; y, por otro, por la exigencia a terminales automotrices de reducir hasta un 27,5% las compras externas, durante el primer trimestre de 2014. (Abeceb, 2013).

Por otra parte, el informe sectorial de BBVA (2013), sugiere que en 2014 los precios de los vehículos superarían a los salarios, lo que afecta las condiciones de accesibilidad. Según la proyección realizada por dicho organismo, los precios de los automotores crecerían un 28%, mientras que los salarios crecerían un 25,9%, lo que significa que se necesitarían 15 sueldos en vez de 14 para acceder a un vehículo. Otro aspecto a considerar, es que además de la mayor tasa de devaluación, se esperan nuevos incrementos de las tasas de interés y, en particular, de los préstamos prendarios, lo que generaría tasas reales menos negativas. Esto desincentivaría la demanda de unidades a través de planes de ahorro.

Inflación esperada de precios del sector automotriz

Para 2014, se presentan expectativas inflacionarias altas para el sector dada la incertidumbre para conocer el costo de reposición, el impacto del impuesto interno sobre los vehículos de alta gama y la amenaza de una posible devaluación. En ese contexto, el incremento de precios tendería a equilibrar la pérdida de rentabilidad por la venta de menor cantidad de unidades. (Abeceb, 2013).

3.10.3. Definición de los parámetros y supuestos para la proyección

Parámetros de la proyección: Precio y Cantidad

PESOS CIENTO SETENTA MIL (\$ 170.000) hasta PESOS DOSCIENTOS DIEZ MIL (\$ 210.000) deberán tributar el impuesto que resulte por la aplicación de la tasa del TREINTA POR CIENTO (30%). Que asimismo para el caso de que se supere el monto de PESOS DOSCIENTOS DIEZ MIL (\$ 210.000) será de aplicación la tasa del CINCUENTA POR CIENTO (50%) antes mencionada. (...)

¹⁸ Según se menciona en los estados contables del ejercicio cerrado en noviembre 2013, en la sección “Objetivos y Perspectivas para el año 2014”.

Para el desarrollo del análisis prospectivo, se proyectan las variables clave que definen la facturación de la empresa: precios y cantidades. Dado que el contexto imperante es de gran incertidumbre, y la disponibilidad de la información específica es escasa, se plantean dos escenarios para analizar las posibles coyunturas que la empresa enfrentará en el próximo periodo.

La definición de escenarios posibles se basa en las distintas concreciones que pueden tomar una serie de variables consideradas clave, dejando constante las demás. Para ello, es necesario definir hipótesis referidas al comportamiento de cada variable.

Los escenarios a plantear son dos: escenario base, y escenario riesgoso.

- ✓ El escenario base, es decir, incluye la información referida a lo que se espera que ocurra, de acuerdo a las condiciones del periodo base.
- ✓ Un escenario riesgoso, en el que las variables de referencia toman valores que empeoran las previsiones del escenario más probable

El informe sectorial de BBVA (2013), ha estimado dos escenarios para el contexto económico del sector automotriz para 2014, los cuales se toman de referencia, como aproximación a la situación económica que afronta la empresa bajo análisis:

- ✓ Un escenario base determinado por una variación nula en volumen de ventas y una inflación sectorial en línea con la inflación general estimada.
- ✓ Un escenario riesgoso determinado por una variación negativa en volumen de ventas, y una inflación sectorial mayor que la general, por efecto de la modificación en la alícuota de impuestos internos a vehículos de alta gama.

Para el análisis prospectivo de Asahi Motors S.A, se toma dicha estimación y se cuantifican ambos escenarios. Para cada escenario, se proyecta la variación en volumen de ventas y en precios promedio de venta, considerando las tres unidades de negocios de la empresa: la comercialización de unidades cero kilómetro, unidades usadas y servicio post-venta.

Proyección de la variación en volumen de ventas:

Crecimiento del volumen de ventas	Unidades 0 Km	Unidades usadas	Post-venta
Escenario Base	0%	0%	0%
Escenario Riesgoso	-2%	-2%	-2%

Tabla 35: Variación en volumen de venta proyectado. Elaboración propia

La demanda esperada del escenario base se estima con una variación nula respecto a 2013, es decir, que se espera igual volumen de ventas que el año anterior, y se considera además que no varía la composición de ventas, lo que significa que se mantienen los pesos relativos de los modelos comercializados. La demanda esperada en el escenario riesgoso, se estima con una variación negativa respecto de 2013 (-2%). Al igual que en el escenario base, para el escenario riesgoso se considera que no habrá cambios en los pesos relativos de los modelos comercializados. Se considera que el incremento en la alícuota sobre los vehículos de alta gama, alcanzados por el gravamen, no afecta la composición de ventas, sino que se traduce en una disminución del volumen demandado.

Proyección de variación en precios promedio

Crecimiento en Precio Promedio	Unidades 0 Km	Unidades usadas	Post-venta
Escenario Base	25,9%	25,9%	25,9%
Escenario Riesgoso	32,4%	32,4%	32,4%

Tabla 36: Variación en precios proyectada. Elaboración propia

Con respecto a la inflación esperada general, se toma la estimación presentada en el informe sectorial de BBVA (2013), la cual asciende al 25,9% anual para 2014. Como supuesto para la estimación de la inflación anual sectorial, se considera que el efecto sobre los precios es el generado por la modificación en la alícuota de impuestos internos.

En el escenario base, se asume que la inflación sectorial se alinea a la inflación general, mientras que en el escenario riesgoso, la inflación sectorial estimada es 6,5 puntos porcentuales mayor. Para estimar esta última, se consideró que el impuesto alcanza un 12% de las unidades comercializadas por la empresa, tal como se aclara en las memorias de los estados contables de 2013, donde se anticipa el incremento del gravamen sobre los vehículos de alta gama. Para las unidades cuyo precio de salida de fábrica oscila entre \$170.000 y \$210.000, la nueva alícuota es del 30%, y para los vehículos cuyo valor es mayor a \$210.000, la nueva alícuota es del 50%. Ponderando las nuevas alícuotas por la participación de los vehículos alcanzados y no alcanzados respecto del total, sobre las ventas del año base (2013), se arriba a una tasa promedio de inflación de los precios promedio de los vehículos, del 32,4%. En la tabla 37, puede observarse en la primera columna los montos imposables del impuesto interno. En la segunda columna el porcentaje de participación de los vehículos alcanzados por una y otra alícuota sobre el total de ventas, y por último, la tasa promedio de incremento de los precios promedio por efecto del cambio en el impuesto.

Escalas impuesto interno	Alícuota	% s/ Ventas
>170000 y <210000	30%	88%
>210000	50%	12%
		32,4%

Tabla 37: Incremento promedio en precios promedio. Elaboración propia

Una vez estimadas las variables “precio” y “cantidad”, se exponen los escenarios cuantificados a continuación:

Variables clave	UM	Escenario Base	Escenario Riesgoso
Demanda esperada	Unidades	0%	-2%
Inflación esperada (General)	%	25,90%	25,90%
Inflación esperada (Sectorial)	%	25,90%	32,40%

Tabla 38: Escenarios cuantificados. Elaboración propia

En 2013, la facturación, volumen de ventas y precio promedio para las tres unidades de negocio se observan a continuación:

Composición de Ventas - 2013	Unidades 0 Km	Unidades usadas	Post-venta	TOTAL
Facturación	\$ 249.992.667,00	\$ 3.654.937,00	\$ 16.527.509,00	\$ 270.175.113,00
Unidades	1.319	43	6.000	7.362
Precio promedio	\$ 189.531,97	\$ 84.998,53	\$ 2.754,58	\$ 36.698,60

Tabla 39: Facturación del ejercicio 2013. Elaboración propia

Considerando el efecto neto del incremento en las variables de ingreso: precio y cantidad para los dos escenarios, se obtiene el incremento porcentual en la facturación en la siguiente tabla. Para el escenario más probable, el incremento de la facturación es del 25,9% y para el escenario riesgoso, es del 29,8%.

Unidades vendidas	Unidades 0 Km	Unidades usadas	Post-venta	Promedio
Escenario base	26%	26%	26%	26%
Escenario riesgoso	30%	30%	30%	30%

Tabla 40: Incremento porcentual de la facturación en cada escenario. Elaboración propia

La facturación proyectada para 2014, aplicando el incremento nominal de cada escenario, se observa a continuación:

Unidades vendidas	Unidades 0 Km	Unidades usadas	Post-venta	Promedio
Escenario base	314.740.768	4.601.566	20.808.134	340.150.467
Escenario riesgoso	324.370.485	4.742.354	21.444.773	350.557.613

Tabla 41: Facturación proyectada 2014. Elaboración propia

Parámetros y supuestos adicionales

Algunos rubros se considera que para el ejercicio 2014, se mantienen a valores constantes respecto de 2013, por lo que el saldo de los mismos se incrementa solamente por efecto de la tasa anual de inflación. Este criterio se mantiene para ambos escenarios: escenario base y escenario riesgoso, y se basa en que se espera un nivel de actividad similar a 2013 y una tasa de inflación alta. Sobre los rubros que se mantienen constantes en términos reales, se aplica la variación anual esperada de inflación, sobre el saldo del ejercicio 2013, para expresarlo en moneda de 2014. Como se mencionó anteriormente, se espera una tasa anual de inflación del 25,9%.

$$S_{2014} = S_{2013} \times (1 + \pi)$$

Ecuación 9: Saldos nominales proyectados

Donde “S” representa el saldo contable de los rubros de los estados financieros, que se capitaliza por la tasa de inflación para expresar el saldo del ejercicio 2013, en moneda de 2014.

Esta regla se aplica sobre los siguientes rubros:

Del estado de situación patrimonial:

- ✓ Del Activo: Caja y Bancos, Inversiones, Otros créditos.
- ✓ Del Pasivo: Deudas financieras, Otros pasivos, Provisiones, Deudas fiscales y Deudas sociales.

Del estado de resultados:

- ✓ Gastos de Administración
- ✓ Resultado por inversiones
- ✓ Resultados financieros
- ✓ Otros ingresos y egresos
- ✓ Impuesto a las Ganancias

Para los rubros denominados de generación espontánea que conforman el capital de trabajo (Alonso, Celestino, Lopez Dumrauf, 2000), se considera como criterio de la proyección, que el índice de rotación de cada uno se mantiene constante para el siguiente periodo. Al asumir que la rotación de esos rubros operativos se mantiene constante, se está asumiendo que el plazo de cobranzas, de pagos y de bienes de cambio se mantiene también constante para el próximo periodo. Este supuesto, considera que no hay cambios en la política de gestión financiera de corto plazo. Como se ha mencionado en el marco teórico, el índice de

rotación, se calcula como el cociente entre el monto de venta y el saldo contable del rubro correspondiente. En función del índice de rotación, se proyecta el saldo de cada rubro, de acuerdo a las ventas estimadas para 2014. Para la proyección del saldo de créditos por ventas, se calcula el índice de rotación y correspondiente plazo de cobranzas. Dado que en los concesionarios, el monto de ventas a crédito se suele corresponder solamente con las ventas de repuestos y servicio post-venta, y a los efectos de la proyección, se calculan estos indicadores considerando esa salvedad. Se proyecta entonces, un plazo de cobranzas de 66 días. Para la proyección de deudas comerciales, se proyecta un plazo de pago a proveedores de 21 días. Para la proyección de bienes de cambio, por último, se proyecta un plazo de inventarios de 33 días. En la tabla 42, puede observarse el cálculo de los índices de rotación y plazos para cada rubro operativo, para el ejercicio 2013, y los escenarios proyectados: escenario base 2014 (EB 2014) y escenario riesgoso 2014 (ER 2014).

Rubro	Concepto	Real 2013	EB 2014	ER 2014
Créditos por ventas	Ventas	\$ 20.182.446	\$ 25.409.700	\$ 26.187.127
Deudas comerciales	Costo de Ventas	\$ 223.468.605	\$ 281.346.973	\$ 289.954.984
Bienes de Cambio	Costo de Ventas	\$ 223.468.605	\$ 281.346.973	\$ 289.954.984
Créditos por ventas	Saldo	\$ 4.641.254	\$ 5.843.339	\$ 6.022.120
Deudas comerciales	Saldo	\$ 16.482.289	\$ 20.751.202	\$ 21.386.100
Bienes de Cambio	Saldo	\$ 25.815.234	\$ 32.501.380	\$ 33.495.782
Créditos por ventas	Índice Rotación	4,35	4,35	4,35
Deudas comerciales	Índice Rotación	13,56	13,56	13,56
Bienes de Cambio	Índice Rotación	8,66	8,66	8,66
Créditos por ventas	Plazos	66,23	66,23	66,23
Deudas comerciales	Plazos	21,24	21,24	21,24
Bienes de Cambio	Plazos	33,27	33,27	33,27

Tabla 42: Índices de rotación, plazos y saldos proyectados para 2014. Elaboración propia

Los rubros a los que aplica esta regla son:

Del estado de situación patrimonial

- ✓ Del Activo: Créditos por venta, Bienes de Cambio.
- ✓ Del Pasivo: Deudas comerciales

Otras consideraciones:

- ✓ El saldo de bienes de uso, se proyecta considerando que no hay cambios en los activos fijos de la empresa, por lo que se aplica el índice de inflación general para expresarlos en moneda de 2014, y se resta la depreciación anual correspondiente. El impacto sobre el valor de los activos, se corresponde con el efecto neto de la aplicación del índice de inflación general entre 2013 y 2014, y de la

depreciación anual correspondiente.¹⁹ En el estado de resultados, se incrementa el saldo de la cuenta de resultado negativo: depreciación del periodo.

- ✓ El patrimonio neto se determina por diferencia.
- ✓ Los gastos de comercialización se asume que varían según las ventas.

¹⁹ El saldo de bienes de uso de 2013, ya se haya expresado en moneda de 2013, por efecto de la corrección inter-ejercicio, es por ello que se solo se aplica la tasa de inflación anual entre 2013 y 2014, para expresar el saldo en moneda de noviembre de 2014 (cierre de ejercicio). La situación no es la misma que al inicio del análisis, donde el saldo de bienes de uso estaba dado por el valor de adquisición neto de depreciaciones acumuladas.

3.10.4. Análisis de los resultados y comparación con estados financieros reales 2014

Los resultados de la proyección para los dos escenarios definidos, se observan a continuación:

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL	Real 2013 (1)	Escenario base (2)	Escenario Riesgoso (3)	Real 2014 (4)	(2) vs (4) %	(3) vs (4) %
Activo Corriente						
Caja y bancos	\$ 6.892.588	\$ 8.677.768	\$ 8.677.768	\$ 3.150.456	-63,7%	-63,7%
Inversiones	\$ 10.411.592	\$ 13.108.194	\$ 13.108.194		-100,0%	-100,0%
Creditos por ventas	\$ 4.641.254	\$ 5.843.339	\$ 6.022.120	\$ 5.744.317	-1,7%	-4,6%
Otros Creditos	\$ 6.244.663	\$ 7.862.031	\$ 7.862.031	\$ 6.471.359	-17,7%	-17,7%
Bienes de cambio	\$ 25.815.234	\$ 32.501.380	\$ 33.495.782	\$ 58.085.345	78,7%	73,4%
Total Activo Corriente	\$ 54.005.331	\$ 67.992.712	\$ 69.165.896	\$ 73.451.477	8,0%	6,2%
Activo no Corriente						
Otros créditos	\$ 21.504	\$ 27.074	\$ 27.074	\$ 21.504	-20,6%	-20,6%
Bienes de Uso	\$ 13.505.861	\$ 16.387.125	\$ 16.387.125	\$ 22.802.323	39,1%	39,1%
Inversiones	\$ 360.132	\$ 453.406	\$ 453.406	\$ 347.195	-23,4%	-23,4%
Total Activo no Corriente	\$ 13.887.497	\$ 16.867.604	\$ 16.867.604	\$ 23.171.022	37,4%	37,4%
TOTAL ACTIVO	\$ 67.892.828	\$ 84.860.316	\$ 86.033.500	\$ 96.622.499	13,9%	12,3%
Pasivo						
Pasivo Corriente						
Deudas Comerciales	\$ 16.482.289	\$ 20.751.202	\$ 21.386.100	\$ 25.036.821	20,7%	17,1%
Deudas financieras	\$ 3.847.764	\$ 4.844.335	\$ 4.844.335	\$ 5.219.806	7,8%	7,8%
Deudas fiscales	\$ 2.270.457	\$ 2.858.505	\$ 2.858.505	\$ 5.198.465	81,9%	81,9%
Deudas Sociales	\$ 1.751.172	\$ 2.204.726	\$ 2.204.726	\$ 2.793.525	26,7%	26,7%
Otros pasivos	\$ 700.530	\$ -	\$ -	\$ 910		
Pasivo no Corriente	\$ 25.052.212	\$ 30.658.768	\$ 31.293.665	\$ 38.249.527	24,8%	22,2%
Deudas financieras	\$ 6.390.812	\$ 8.046.032	\$ 8.046.032	\$ 5.829.878	-27,5%	-27,5%
Previsiones	\$ 230.072	\$ 289.661	\$ 289.661	\$ 230.072	-20,6%	-20,6%
Total Pasivo no Corriente	\$ 6.620.884	\$ 8.335.693	\$ 8.335.693	\$ 6.059.950	-27,3%	-27,3%
TOTAL PASIVO	\$ 31.673.096	\$ 38.994.461	\$ 39.629.358	\$ 44.309.477	13,6%	11,8%
PATRIMONIO NETO						
Por diferencia	\$ 36.219.732	\$ 45.865.855	\$ 46.404.142	\$ 52.313.022	14,1%	12,7%
TOTAL PASIVO + PN	\$ 67.892.828	\$ 84.860.316	\$ 86.033.500	\$ 96.622.499	13,9%	12,3%

ESTADO DE RESULTADOS	Tasa de Crecimiento			2014 REAL	(2) vs (4) %	(3) vs (4) %
	2013 REAL	Escenario más probable	Escenario Riesgoso			
Ventas	\$ 260.284.154	\$ 327.697.749	\$ 337.723.895	\$ 353.372.187	7,8%	4,6%
Costo de Ventas	\$ 223.468.605	\$ 281.346.973	\$ 289.954.984	\$ 297.504.406	5,7%	2,6%
Ganancia Bruta	\$ 36.815.549	\$ 46.350.776	\$ 47.768.911	\$ 55.867.781	20,5%	17,0%
Menos:						
Gastos de Administracion	\$ 5.403.309	\$ 6.802.765	\$ 6.802.765	\$ 8.014.291	17,8%	17,8%
Gastos de Comercializacion	\$ 18.867.255	\$ 23.753.874	\$ 24.480.641	\$ 24.348.383	2,5%	-0,5%
Resultado por inversiones	\$ -58.957	\$ 2.696.602	\$ 2.696.602	\$ 2.135.296	-20,8%	-20,8%
Resultados financieros	\$ 1.031.771	\$ -	\$ -	\$ 12.937		
Otros ingresos y egresos	\$ 230.896	\$ 290.698	\$ 290.698	\$ 2.034.612	599,9%	599,9%
Resultado antes de Imp. Gcias	\$ 11.341.276	\$ 18.781.437	\$ 19.472.805	\$ 23.391.486	24,5%	20,1%
Impuesto a las Ganancias	\$ 5.627.262	\$ 9.318.887	\$ 9.661.927	\$ 8.245.601	-11,5%	-14,7%
Resultado del ejercicio - Ganancia	\$ 5.714.014	\$ 9.462.550	\$ 9.810.879	\$ 15.145.885	60,1%	54,4%

Tabla 43: Estados financieros proyectados 2014. Escenario Base y Riesgoso. Real. Elaboración propia

A los efectos de tener una referencia contra la cual efectuar una comparación y obtener conclusiones válidas del análisis efectuado, se comparan los valores proyectados para ambos escenarios, con los datos reales de 2014.

A partir de la comparación, se puede observar que:

- ✓ La empresa disminuyó su saldo disponible en Caja y Bancos, dado que se observa una variación negativa respecto del valor proyectado (-67%) y sobre el valor real de 2013 (-54%). Esto es una decisión coherente con las decisiones de disponibilidad de activos líquidos en contextos inflacionarios, donde es preferible desde el punto de vista financiero, mantener un stock mínimo de dinero líquido, para amortiguar la pérdida de valor de la moneda. De esta forma, se direccionan fondos hacia otros destinos que generen algún rendimiento, ya sea adquisición de inventarios, o colocaciones transitorias en el mercado financiero. Desde la óptica de un analista externo que no conoce la política de gestión financiera de la empresa para el próximo periodo, se optó por conservar un criterio conservador, y mantener en términos reales, el monto de disponibilidad de efectivo del ejercicio 2013.
- ✓ El saldo real del rubro Inversiones del activo circulante, fue rescatado, arrojando un saldo nulo en 2014. Probablemente los fondos generados se direccionaron a la adquisición de bienes de cambio, dado que el saldo real de 2014 de este rubro se incrementó un (+) 115% y un (+) 109% respecto de los saldos proyectados para 2014 en los escenarios base y riesgoso, respectivamente.
- ✓ El saldo de bienes de uso se incrementó respecto del valor proyectado, lo que significa que se adquirieron nuevos activos. Es importante considerar que el valor que arrojan los estados financieros de 2014, se expresa como la sumatoria de los valores de adquisición de los activos, netos de depreciaciones acumuladas, mientras que el saldo de 2013, por efecto de la corrección inter-ejercicio aplicada, se expresa en moneda de noviembre de 2013. En consecuencia, si no se hubieran adquirido más activos, el saldo de bienes de uso, sería de \$16.387.125, El saldo real de 2014, en comparación con el saldo de 2013 proyectado fue del (+) 39%.
- ✓ El saldo de deudas fiscales se incrementó muy por encima de la inflación proyectada para 2014. El saldo de este rubro se incrementó un 81% respecto de los valores proyectados, que contemplaban para 2014, el mismo saldo que 2013 a valores constantes.
- ✓ El saldo de deudas financieras se mantuvo alineado, el saldo real de 2014 fue un 7% mayor al proyectado.
- ✓ Para los rubros de generación espontánea, se obtuvieron los siguientes resultados en forma comparativa:

Rubro	Concepto	Real 2013	EB 2014	ER 2014	Real 2014
Créditos por ventas	Ventas	\$ 20.182.446	\$ 25.409.700	\$ 26.187.127	\$ 46.961.907
Deudas comerciales	Costo de Ventas	\$ 223.468.605	\$ 281.346.973	\$ 289.954.984	\$ 297.504.406
Bienes de Cambio	Costo de Ventas	\$ 223.468.605	\$ 281.346.973	\$ 289.954.984	\$ 297.504.406
Créditos por ventas	Saldo	\$ 4.641.254	\$ 5.843.339	\$ 6.022.120	\$ 5.744.317
Deudas comerciales	Saldo	\$ 16.482.289	\$ 20.751.202	\$ 21.386.100	\$ 25.036.821
Bienes de Cambio	Saldo	\$ 25.815.234	\$ 32.501.380	\$ 33.495.782	\$ 58.085.345
Créditos por ventas	Índice Rotación	4,35	4,35	4,35	8,18
Deudas comerciales	Índice Rotación	13,56	13,56	13,56	11,88
Bienes de Cambio	Índice Rotación	8,66	8,66	8,66	5,12
Créditos por ventas	Plazos	66,23	66,23	66,23	35,23
Deudas comerciales	Plazos	21,24	21,24	21,24	24,24
Bienes de Cambio	Plazos	33,27	33,27	33,27	56,23

Tabla 44: Índices de rotación, plazos y saldos proyectados. Comparativo con Real 2014. Elaboración propia

- El saldo de deudas comerciales real y proyectado para 2014, no presenta una brecha considerable. El plazo de pago a proveedores proyectado fue de 21 días, mientras que el real de 2014 fue de 24 días. El saldo real de 2014, fue un 17% mayor al proyectado, para el escenario riesgoso, y un 15% mayor para el escenario más probable.
- Para la proyección del saldo de créditos por ventas, se asumió que se mantenía el plazo de cobranzas en 66 días. Durante el ejercicio 2014, se incrementó la venta de repuestos y servicio post-venta en un 79% respecto de la proyección en el escenario riesgoso y un 84% respecto de la proyección del escenario más probable; mientras que el saldo de créditos por ventas disminuyó un 5% respecto del saldo proyectado para el escenario riesgoso y un 2% respecto del saldo proyectado para el escenario más probable.
- El saldo de bienes de cambio se incrementó un 42% respecto del escenario riesgoso, y un 44% respecto del escenario más probable. Esto significó un incremento en el plazo de inventarios de 23 días. En 2014 existió un incremento significativo del saldo de bienes de cambio, que no fue previsto al momento de la proyección, dado que no se conocía la intención de la empresa de incrementar su stock en salón de ventas y en depósito de repuestos.

En el presente capítulo, se desarrolló el análisis histórico y prospectivo de la información financiera de la empresa seleccionada para el análisis. Sobre la base de la metodología propuesta por Fornero para el ajuste aproximado por inflación, se elaboró un análisis complementario, a partir de la comparación de dos técnicas de reconocimiento de la inflación: corrección homogénea y diferencial. Partiendo de los resultados del análisis histórico, se planteó un análisis prospectivo para analizar si es posible elaborar algún tipo de proyección aproximada a la realidad para el periodo subsiguiente. En líneas generales, se pudo concluir que la utilización de dos índices de precios permite el reflejar la variabilidad de los precios relativos que genera la inflación. La proyección se basó en premisas generales definidas desde la óptica de un analista externo, que desconoce las políticas y estrategias de gestión de la empresa. En este último punto, no se pudo capturar

el efecto de los cambios cualitativos planteados sobre algunos rubros de los estados financieros.

4. Conclusiones de la investigación

El propósito principal del trabajo fue analizar de qué modo la inflación afecta la calidad informativa de la información financiera para un caso de estudio particular, partiendo de la premisa de que la misma debe reflejar en forma veraz e integral la situación económica del ente. Dado que la información financiera se prepara agrupando partidas que se generan en diferentes momentos, en contextos inflacionarios aquellas quedan expresadas en términos de moneda también de diferentes momentos. Esto dificulta la comparación y afecta la toma de decisiones que se sustenta en la información que brindan los estados financieros.

Las proposiciones planteadas al inicio de la investigación definían tres ejes fundamentales que guiaron el desarrollo del trabajo:

1. La forma de exposición actual de los estados financieros no resulta útil para el análisis financiero, dado que se elabora sobre la base de unidades de medida que son heterogéneas.
2. La aplicación de un índice de precios general permite capturar el efecto de la pérdida de poder adquisitivo de la moneda, pero no permite capturar el efecto de la variabilidad de los precios relativos.
3. La aplicación de dos índices de precios conforma una aproximación a la realidad económica de la empresa dado que se consideran aspectos sectoriales en el análisis, que permiten explicar la variación de precios sectorial.

Luego de la definición de los objetivos y proposiciones, se recolectaron y procesaron los datos necesarios para llevar el análisis. Se obtuvo la serie de precios para la utilización del índice general, se elaboró el índice sectorial y se consolidaron los estados financieros. Posteriormente se desarrollaron las técnicas de corrección por inflación, en sus dos etapas respectivas: intra-ejercicio e inter-ejercicio, para poder comparar los estados financieros sin corrección por inflación, con corrección homogénea y con corrección diferencial. A continuación se reordenó la información financiera para transformar la forma de presentación tradicional de los estados financieros, en una forma de presentación adecuada para el análisis financiero. Esto implica ordenar los rubros de los estados financieros de acuerdo a los componentes operativos y financieros. El siguiente paso fue calcular los indicadores clave de rendimiento. Estos indicadores fueron seleccionados de acuerdo a su capacidad de explicar en forma integral el desempeño financiero de la empresa. El ROA como indicador de eficiencia en la gestión de activos, puede explicarse a partir del análisis de sus componentes: la rotación operativa y el margen operativo sobre ventas. El ROE como indicador de eficiencia en la gestión de la inversión y el financiamiento también puede analizarse a partir de sus componentes. Permite conocer la eficiencia con que la empresa gestiona las variables de inversión junto con las variables de financiamiento, es

decir, si los fondos que obtiene a través del financiamiento los aplican a una gestión eficiente y obtiene una rentabilidad adecuada.

Luego del análisis de los indicadores calculados con los estados financieros sin considerar inflación, con corrección homogénea y con corrección diferencial puede concluirse que:

Los estados financieros, tal y como se presentan actualmente, agrupan partidas expresadas en moneda de diferentes momentos, tanto en el estado de situación patrimonial a través del saldo histórico de bienes de uso neto de depreciaciones; como en el estado de resultados a través de la acumulación de partidas que ocurren en diferentes momentos dentro de un mismo ejercicio económico. En particular, el ajuste por anticuación arroja un saldo de bienes de uso, en promedio 53%, mayor que el saldo original, para los cinco años considerados (2009-2013), lo que significa que la brecha entre el saldo original de bienes de uso y el saldo corregido solo con la corrección intra-ejercicio es significativa.

Los indicadores de rendimiento calculados con los datos de los estados financieros originales encubren márgenes de rentabilidad significativamente menores. En el caso hipotético que la empresa considerara alternativas de inversión en capital de trabajo, expansión de marca, o adquisición de un mayor stock de deuda financiera, le sería fundamental conocer si su ROA es del 27%, como arroja el indicador calculado a partir de los estados financieros originales en 2009, o del (-5%) como arroja el indicador calculado con corrección diferencial. En este caso, la decisión resultante del análisis de los indicadores resulta muy diferente en un caso y en el otro.

La aplicación de un índice de precios sectorial sobre los rubros vinculados a la operatividad propia del negocio permite comprender el modo en que las particularidades del sector y la dinámica del mercado en que la empresa se halla inmersa, afectan los ingresos por la venta y la conformación de la estructura de capital de trabajo. En el caso analizado, por ejemplo, ese aspecto puede visualizarse por el efecto de la crisis de Toyota a nivel global sobre los precios de los vehículos, por el dinamismo que experimentó en la Argentina el sector de concesionarios de vehículos en los años post-devaluación luego de 2002, lo que incrementó en gran medida la cantidad de unidades vendidas en los últimos seis años, el efecto sobre los precios de la caída de las exportaciones de vehículos de Brasil, el efecto de las restricciones a las importaciones sobre los precios de los repuestos y servicio post-venta, el efecto de la aplicación del impuesto interno a vehículos de alta gama, etc. La aplicación de un índice de precios sectorial, añade contenido informativo sobre la información financiera y permite elaborar un análisis más realista e integral.

Luego del análisis histórico de las partidas de los estados financieros homogeneizadas a moneda del ejercicio 2013, se procedió a desarrollar un análisis prospectivo para el ejercicio subsiguiente: 2014, con el objeto de analizar si, partiendo de los estados financieros corregidos por inflación, es posible proyectar las cifras y acercarse a los valores reales del ejercicio 2014. Se tomaron los parámetros principales de inflación estimados en el informe sectorial elaborado anualmente por BBVA. Allí se planteaban dos escenarios posibles para el periodo 2014: un escenario base y un escenario riesgoso.

Para cada escenario, se definían variaciones porcentuales en volumen de venta y precios proyectados para el mercado argentino. El primero, comprendía una variación nula en volumen de ventas y una inflación sectorial alineada con la inflación general. El segundo, comprendía un efecto pleno de la modificación de la alícuota del impuesto interno sobre vehículos de alta gama y una variación en volumen venida negativa. Se tomó como aproximación ésta estimación para proyectar la facturación para el ejercicio 2014, como punto de partida para la proyección de los estados financieros de Asahi Motors. No se consideraron cambios estratégicos cualitativos en la política de gestión operativa y financiera, sino que se mantuvieron constantes en términos reales los saldos de los rubros que no varían de acuerdo a las ventas. Se aplicaron variaciones sobre los rubros que sí varían de acuerdo a las ventas, como son los relativos al capital de trabajo: créditos por ventas, bienes de cambio y deudas comerciales. Luego de la comparación de las cifras proyectadas para cada escenario con las cifras reales de 2014, se puede concluir que la capacidad predictiva del análisis prospectivo es algo limitada cuando no se conocen los cambios proyectados en las políticas de gestión de la empresa, como disponibilidad de inventario, plazos de pago o cobranzas, stock de deuda financiera u operativa a mantener en el periodo a proyectar. Esto responde a las limitaciones propias de un análisis desde la óptica de usuario externo.

Las limitaciones de la investigación se relacionaron básicamente con la falta de acceso al sistema de información de la empresa, lo que hubiera permitido, entre otras cosas:

- ✓ Una estimación más precisa del ajuste por anticuación, lo que hubiera permitido un ajuste completo en vez de un ajuste aproximado a partir de la vida media y remanente.
- ✓ Un conocimiento más acabado de las operaciones de la empresa, a partir del conocimiento de los mayores contables. Este aspecto hubiera permitido analizar de un modo más profundo la naturaleza de los rubros de los estados financieros para discernir en cuáles aplicar el índice general o el índice sectorial.
- ✓ Una estimación más precisa del índice de precios sectorial, al utilizar los pesos relativos reales de los modelos de vehículos y los precios promedio reales históricos por modelo. En efecto, a partir de las bases de datos de ventas y facturación de la empresa, se podría conocer la composición porcentual real de ventas de cada unidad de negocios, en vez de la composición porcentual de mercado, utilizada en el trabajo como aproximación. La composición de ventas de mercado puede llegar a diferir significativamente respecto de la composición de ventas de cada concesionario.

Otra limitación a considerar es que el análisis no tuvo en cuenta la segregación del resultado por exposición a los efectos de la inflación (RECPAM) que propone la normativa contable en la RT N°6, dado que solo se intentó aplicar una técnica aproximada que capture los principales efectos de la inflación sobre la información financiera y no que refleje el ajuste tradicional por inflación.

Tomando como punto de partida el presente trabajo, se propone como líneas posibles de investigación a las siguientes:

- El desarrollo de modelos de proyección de las variables definidas como escenarios en el análisis prospectivo. Además, sería interesante el complemento con el desarrollo de un modelo de simulación para las variables macroeconómicas y sectoriales, definiendo una posible distribución de probabilidad, cuya salida retroalimente el saldo de los rubros de generación espontánea.
- Con respecto a la moneda en que se expresó el trabajo, también se podría expresar los rubros en moneda de inicio de ejercicio económico y delinear conclusiones, respecto de una u otra alternativa.
- A los efectos de analizar los estados financieros en términos homogéneos, sería interesante analizarlos en moneda extranjera dada la alta correlación de los ingresos de la empresa con la variación de tipo de cambio.
- Sería interesante además, el análisis correlacional de determinados rubros de los estados financieros, expresados en términos nominales, con diferentes índices inflacionarios argentinos, para indagar sobre posibles modalidades de ajuste de algunas partidas de generación no espontánea.
- Definir diferentes ajustes por sector económico, teniendo en cuenta el posible desensamble de la inflación sectorial en relación a la inflación general de la economía.

Este trabajo se basó en el análisis del efecto de la inflación sobre la información financiera de un caso particular desde el enfoque de un analista externo. En la búsqueda de información confiable para un proceso de toma de decisiones eficaz, se intenta una aproximación a la realidad económica del ente bajo análisis. A priori podría decirse que la corrección diferencial cumple la misión de ser una herramienta más útil que la corrección homogénea, en cuanto a precisión del análisis que permite desarrollar. Sin embargo, requiere de una disponibilidad de datos muy amplia como insumo al modelo que no siempre es fácil obtener.

Queda abierto a futuras investigaciones, el desarrollo de modelos integrales de aplicación general, enfocados desde una óptica de gestión que capturen las particularidades del fenómeno inflacionario y permitan elaborar un sustento confiable y preciso para la toma de decisiones corporativas.

Bibliografía y Referencias

- Abeceb, C. (2014). *Perspectivas sectoriales*. Buenos Aires.
- Alonso, Celestino, Lopez Dumrauf. (2000). *Administración financiera de las organizaciones*. Buenos Aires: Macchi.
- Azofra & Prieto. (2004). Verificación empírica y método del caso: Revisión de algunas experiencias en contabilidad de gestión a la luz de su metodología. *Revista española de financiación y contabilidad*, Volumen XXXIII.
- Banzas, A. (10 de Febrero de 2013). ¿Hay otro camino para combatir la inflación? *Suplemento Clarin IECO*.
- Bonache, J. (1998). *Los estudios de casos como estrategia de investigación: Características, críticas y defensas*. Madrid: Documento de trabajo. Universidad Carlos III.
- Bonomo, M. (1993). *Search and inflation: a survey of recent literature*. Río de Janeiro: Pontificia Universidad Católica de Rio de Janeiro.
- Burton, J. (1974). Financial Reporting in an Age of Inflation. *Conferencia del día de la contabilidad*. Berkeley: Universidad de California.
- Castagna Alicia & Modolo Christian. (2005). *Plan Fénix: Propuesta para el Desarrollo con Equidad: Economías Regionales: Sexto Encuentro de Universidades Nacionales, Rosario*. Buenos Aires: Macchi.
- Chetty, S. (1996). The case study method for research in small- and medium- sized firms. *International Small Business Journal*, Vol. 15, p.73-85.
- Chitarroni, H. (2014). *Antagonismos sociales e inflación en Argentina*. Buenos Aires: Ediciones Fabro.
- Chyrikins & Montagnini. (2011). Tratamientos de los cambios en el poder adquisitivo de la moneda – NIC 29. *Revista Enfoques de Auditoría y Contabilidad*.
- CIFRA. (2014). *Informe de coyuntura nro. 13*. Buenos Aires: Centro de Investigación y Formación de la República Argentina.
- Ciminari, B. (2011). *Convertibilidad, devaluación y nuevo período en la historia industrial argentina*. Obtenido de Academia.edu: http://www.academia.edu/1906592/Convertibilidad_devaluaci%C3%B3n_y_nuevo_per%C3%ADodo_en_la_historia_industrial_argentina
- Cohen, D. (2001). *Quality of Corporate financial reporting choice. Determinants and economic consequences*. Kellogg School of management. Northwestern University.

- CPCE. (2012). *Informe económico de coyuntura. Nro 326*. Buenos Aires: Consejo Profesional de Ciencias Económicas.
- D'Amato Laura & Castagnino Tomás. (2013). Regimen y dinámica inflacionaria subyacente. ¿Comovimiento generalizado o ajuste de precios relativos? *XV Reunión de la Red de Bancos Centrales de América Latina*. Bogotá, Colombia: Centro de estudios monetarios latinoamericanos. Programa de investigación conjunta.
- Dabús, C. (2000). Inflationary regimes and relative price variability: evidence from Argentina. *Journal of Development Economics - Volumen 62*, 535-547.
- Dapema, J. P. (2014). *La Gestión de la empresa en contextos inflacionarios*. Buenos Aires: UCEMA.
- Draft, R. (1983). *Learning the Craft of Organizational Research*. Academy of Management Review. Vol 8. Nro 4.
- El INDEC, la máquina de la mentira. Crónica de la destrucción de las estadísticas públicas durante el Kirchnerismo. (Abril de 2015). *La Nación*.
- Escobar & Lobo. (1998). Tendencias metodológicas de la investigación en contabilidad de gestión. *IV Jornadas de Contabilidad de Costes y de Gestión en Castellón*. Sevilla: Departamento de Contabilidad y Economía Financiera.
- Fernandez, A. I. (1986). El diagnóstico financiero en la empresa: Nuevas tendencias en el análisis. *Revista española de financiación y contabilidad. Volumen XVI*.
- Fernandez, P. (2004). *The Value of Tax Shields and the Risk of the Net Increase of Debt*. Buenos Aires: Journal of financial economics.
- Fornero, R. (2014). *Análisis Financiero con inflación*. Mendoza: Universidad de Cuyo.
- Fraga & Giuffanti. (2009). El ajuste por inflación como herramienta para el control financiero. *Revista Enfoques, de contabilidad y auditoría*.
- Frenkel, R. (2012). Expansión económica en Argentina y sector externo en los años 2000: Balance y desafíos hacia el futuro. *Documento de trabajo nro. 45. Centro de estudios de economía y finanzas para el desarrollo de la Argentina*.
- Frenkel, R. (8 de Marzo de 2015). La inercia inflacionaria. *La Nación*.
- Galindo & Martín. (2011). *Desarrollo del estudio del caso en contabilidad*. Colombia: Universidad Nacional de Colombia.
- Galve & Ortega. (2000). Equipos de trabajo y performance: un análisis empírico a nivel de planta productiva. 111-134.
- Gertner & Benabou. (1993). Search with Learning from Prices: Does increased inflationary Uncertainty Lead to higher Markups? *Review of economic studies.*, Vol. 60.

- HIS, G. I. (2010). *Toyota Offers Formal Apology as Quality and Safety Crisis Continues*.
- Johnson et. al. (1999). Theory testing using case studies in business to business research. *Industrial marketing management*. Vol 32.
- Kaplan, R. (1986). The role for empirical research in management accounting. *Accounting, Organization and Society*, Vol. 11, n° 4/5, p. 429-452.
- Klitenic, F. (2010). *Evolución reciente de los precios internacionales. Causas y respuestas políticas*. Buenos Aires: Ministerio de Economía. Nota técnica 27.
- Lopez Dumrauf, G. (2006). *Diseño y proyección del flujo de fondos de la empresa. Un enfoque multiproposito*. Buenos Aires.
- Mario, R. (2010). *Una revisión histórica de la inflación argentina y de sus causas*. Buenos Aires: Aportes de economía política en el Bicentenario de la revolución de Mayo.
- Modigliani & Cohn. (1984). *Inflation and corporate financial management*. MIT Sloan School.
- Modigliani & Cohn. (1984). *Inflation and Corporate Financial Management*. Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology.
- Newton, F. (1980). *Contabilidad con Inflación*. Buenos Aires: Ediciones Contabilidad Moderna.
- Newton, F. (2010). *Contabilidad Superior*. Buenos Aires: La Ley.
- Ortiz & Schorr. (2007). *La rearticulación del bloque de poder en la Argentina post-convertibilidad*. San Martín: IDAES UNSAM Papeles de trabajo nro. 2.
- Palepu, Krishna & Healy Paul. (2001). *A framework of business analysis and valuation, using financial statements*. Cengage Learning, 5th edition.
- Provenzani, F. (n/d). ¿Qué futuro le espera a los Estados Contables? *Revista Enfoques, de contabilidad y auditoría*.
- Research, B. (2010). *Argentina. Situación Automotriz*. BBVA Research.
- Ross, Westerfield & Jordan,. (2008). *Fundamentos de finanzas corporativas*. Editorial Pirámide. 9na edición.
- Sidney, A. (1950). *Income measurement in a dynamic economy*. Five Monographs on Business Income.
- Stake, R. (1994). *Case studies. Handbook of qualitative research*. Sage publications.
- Stenhouse & Young. (1998). *La investigación como base de la Enseñanza*. Madrid: Ediciones Morata.
- Sterling, R. (1970). The Theory of Measurement of enterprise income. Vol 45, 822-824.
- Varesi, G. A. (2009). *Inflación en la Argentina post-convertibilidad: Algunas claves para su explicación*. La Plata: Universidad Nacional de La Plata.

- Vazquez Roberto & Bongianino Claudia. (2008). *Principios de teoría contable*. CABA: Aplicación Tributaria S.A.
- Velez Pareja, I. (2004). *Proyección de estados financieros*.
- Visintini, Mamondi & Rosales. (2013). *La inflación, la Distribución del Ingreso y de la Presión Tributaria en Argentina: un análisis a partir de un Modelo de Crecimiento y Distribución*. . Córdoba: 46 Jornadas Internacionales de finanzas públicas. Universidad Nacional de Córdoba.
- Yacuzzi, E. (2000). *El Estudio del caso como Metodología de investigación: teoría, mecanismos causales, validación*. Buenos Aires: Universidad del CEMA.
- Yin, R. K. (1984). *Case Study Research: Design and Methods* . Newbury Park CA: Applied social research Methods Series.