



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas



Escuela de Estudios de Posgrado  
Especialización en Administración Financiera

**Trabajo Final**

*Alternativas de Inversión en Contextos inflacionarios*

**Autor :**  
**Alejandro García**

**Tutor :**  
**Miguel Pérez Rodríguez**

**Buenos Aires, Julio de 2015**

## ÍNDICE      GENERAL

|   |    |
|---|----|
| 1. RESUMEN DEL TRABAJO .....  | 5  |
| 2. INTRODUCCION .....   | 9  |
| 3. DESARROLLO DEL TRABAJO .....   | 12 |
| 3.1 La inflación.....   | 13 |
| 3.1.1 Concepto y definición de inflación .....                                | 13 |
| 3.1.2 Los índices de precios y la medición de la inflación.....               | 13 |
| 3.1.3 Algunos conceptos importantes de inflación.....                         | 14 |
| 3.1.4 Causas de la inflación .....  | 14 |
| 3.1.5 Consecuencias de la inflación.....                                      | 18 |
| 3.1.6 La inflación y el desempleo .....                                       | 19 |
| 3.1.7 Teorías de inflación .....  | 20 |
| Teoría del lado de la oferta.....   | 20 |
| Postura estructuralista.....  | 20 |
| Teoría austríaca.....   | 20 |
| 3.1.8 Métodos de reducción de la inflación.....                               | 21 |
| Políticas monetarias .....  | 21 |
| Tipo de cambio fijo .....   | 22 |
| Patrón oro .....  | 23 |
| Control de precios.....   | 24 |
| Equilibrio entre Moneda y Precios .....                                       | 26 |
| Proceso hiperinflacionario .....  | 27 |
| 3.2 Finanzas Personales .....   | 29 |
| 3.2.1 Opciones de inversión en contextos inflacionarios .....                 | 29 |
| 3.2.2 Inversiones en el Mercado de Valores.....                               | 35 |
| 3.2.3 El Índice Merval .....  | 36 |
| 3.3 Finanzas Corporativas .....   | 38 |
| 3.3.1 Descripción del proceso de Generación de Renta .....                    | 39 |
| 3.3.2 Fuentes de renta financiera en las empresas .....                       | 45 |
| 3.3.2.1. Efecto Inflación: Activos y Pasivos Monetarios .....                 | 45 |
| 3.3.2.2. Efecto Tenencia: Activos y Pasivos con Ajuste Propio de Precios..... | 47 |
| 3.3.2.3. Efecto Intereses: Activos que generan intereses financieros.....     | 49 |
| 3.4 Inversión Productiva.....   | 53 |
| 3.5 Análisis de un proyecto de inversión en contextos inflacionarios .....    | 56 |
| 3.5.1 Las Franquicias.....  | 56 |
| 3.5.2 Método del valor presente .....   | 57 |
| 4. Conclusión.....  | 69 |
| 5. Referencias Bibliograficas.....  | 72 |
| 6. Soporte Electrónico (CD).....  | 74 |

## **ÍNDICE DE CUADROS**

| <b><u>Cuadro</u><br/><u>No. :</u></b> | <b><u>Título</u> – <u>Fuente</u></b>                            | <b><u>Página</u></b> |
|---------------------------------------|---|----------------------|
| <b>I</b>                              | Finanzas Personales – Rendimientos de las opciones de inversión | 66                   |
| <b>II</b>                             | Desarrollo de Préstamos por Inversión Productiva                | 67                   |
| <b>III</b>                            | Desarrollo de Plazo Fijo Digital                                | 68                   |

## **1. RESUMEN DEL TRABAJO**

El presente trabajo tiene como objetivo analizar los efectos que los contextos inflacionarios producen en las distintas alternativas de inversión de los individuos, empresas y en nuevos proyectos de inversión.

En primer término explica el concepto de inflación, los distintos tipos que podemos encontrar y las distintas teorías.

Posteriormente se introduce en el tema de Finanzas personales enumerando las distintas opciones que la gente común tiene a su alcance para proteger sus bienes y ahorros en épocas de alta inflación.

Realiza una enumeración de las recomendaciones de distintos especialistas en la materia sostienen para el contexto actual.

A su vez explica los motivos por los cuáles aún, el Mercado de Capitales un nuestro país tiene poca aceptación entre el público en general a pesar de ser una inversión altamente rentable y de reserva de valor tanto en contextos de elevada inflación como en períodos donde se produce una devaluación abrupta de la moneda.

En cuanto a las Finanzas corporativas analizamos las fuentes adicionales de renta que poseen las empresas por la administración de sus activos y pasivos bajo estos contextos.

Explica la importancia no sólo de maximizar la renta operativa sino de crear renta financiera. Analiza las posibilidades adicionales que el Estado propicia a través de préstamos que alientan la inversión y que pueden producir una renta financiera adicional.

Posteriormente analiza un régimen en particular de asistencia a empresas denominado Inversión Productiva que introdujo el Estado a través de la imposición a las Entidades Financieras de préstamos a las empresas del 5% de sus Depósitos con la obligación de al menos el 50% prestarlo a Mi pymes para posibilitar el desarrollo de las mismas y propiciar la inversión tanto en bienes de capital como en proyectos que generen empleo.

A través de datos obtenidos de uno de los Bancos más importantes de plaza detalla cuales fueron los destinos de los mismos y analiza la rentabilidad negativa para las Entidades al comparar la tasa impuesta con la tasa de inflación real y la tasa pasiva.

Analiza un proyecto de inversión actual que ofrece una Pyme y explica las dificultades que se presentan bajo estos contextos en conseguir inversores por más que la rentabilidad como se muestra y se analiza sea muy significativa.

Realiza los flujos de fondos supuestos para el proyecto con capital propio o con financiamiento a través de un crédito de inversión productiva explicado anteriormente ajustando por la tasa de inflación esperada.

Como conclusión del mismo y luego de enumerar los distintos efectos que los contextos inflacionarios producen en las distintas sectores de la economía abordados tanto en las finanzas personales como en las empresas podemos señalar que si bien siempre escuchamos y repetimos muchas veces que los contextos inflacionarios perjudican a las familias con menores ingresos porque son las que no tienen capacidad de ahorro y se ven obligadas a gastar todos sus ingresos no teniendo posibilidades ninguna de protección ante estas realidades, destacando que si bien son los que más sufren por estas condiciones lamentablemente el tema afecta a toda la sociedad en su conjunto y a la vez a esos individuos los afecta aún más porque al no realizarse nuevos proyectos por la incertidumbre y poca previsibilidad en contextos inflacionarios la generación de empleo se termina estancando y por lo tanto las posibilidades de mejores condiciones laborales se acotan sensiblemente.

A su vez los individuos más acomodados de la Sociedad sino realizan inversiones que al menos los protejan de este flagelo a lo largo de los años son más pobres que lo eran al inicio de estos procesos.

En el casos de las Pymes cabe destacar que han tenido este último tiempo la posibilidad de acceder a préstamos a tasa subsidiadas que hubieran paliado los efectos de estos contextos pero las mismas presentan serias dificultades para la obtención de los préstamos dada la informalidad de su estados contables que muchas veces les impide acceder a las financiaciones necesarias para su desarrollo.

En contextos inflacionarios y de incertidumbre cambiaria resulta muy difícil atraer inversores por más que la tasa de rendimiento supere cualquier análisis que se haga sin duda el inversionista prefiere esperar y luego decidir en un contexto de más certeza.

Lamentablemente hemos visto en nuestro país repetidas veces estos contextos y siempre dejamos que las cosas sucedan sin prestarle la debida importancia ni los Gobiernos ni la gente común propiciando con la aceleración y la reincidencia de la inflación la llegada de la próxima crisis, historia repetida en distintas ocasiones desde mediados del siglo pasado y consecuentemente la postergación de inversiones que mejoren la calidad de vida de la gente.

## **2. INTRODUCCION**



Antes de empezar a analizar las distintas alternativas en contextos inflacionarios que poseen tanto los individuos como las empresas nos detendremos a detallar las distintas causas que terminan produciendo los distintos procesos inflacionarios.

Explicaremos las causas que terminan generando la inflación, enumerando los distintos tipos y como afectan tanto la vida de las personas como de las empresas. También efectuamos un detalle de las distintas teorías sobre la misma y los distintos métodos para reducirla.

Una vez entendido como se genera la inflación nos introduciremos primero en el tema denominado hoy de Finanzas Personales o individuales analizando las distintas opciones que poseen los individuos para proteger e incrementar su patrimonio en épocas inflacionarias.

En el tema de individuos analizamos los motivos por los cuales el mercado de valores cuenta con poca publicidad favorable y una escasa cantidad de personas que deciden invertir en el Mercado de Capitales Argentino en comparación con otros países del mundo.

Al introducirnos en lo que se denomina las Finanzas Corporativas efectuamos un análisis sobre la renta operativa que están obligadas las empresas por su objeto social a generar y la renta financiera que deben maximizar sobre todo en contextos inflacionarios.

Analizamos los distintos aspectos que deben considerar para la generación de la renta financiera y la importancia que la misma tiene en contextos inflacionarios.

Posteriormente analizaremos que intervención actualmente efectuó el Estado Argentino para propiciar inversiones en los sectores productivos y sobre todo en el sector de pequeña y mediana empresa y consecuentemente si dichas políticas se vieron reflejadas en un aumento en la producción de bienes y en la generación de empleos.

A continuación desarrollamos un proyecto de inversión para la creación de una Pyme con el análisis del impacto de la inflación en la decisión de inversión.

Luego de expuestas y analizadas las opciones para proteger los bienes y ahorros tanto de individuos como de empresas y las dificultades que se atraviesan en estos contextos, concluimos en la importancia de no minimizar los procesos inflacionarios dado que siempre su permanencia en el tiempo termina produciendo efectos cada vez mas nocivos en la economía de los países.

### **3. DESARROLLO DEL TRABAJO**

### **3.1 La inflación**

#### **3.1.1 Concepto y definición de inflación**

Generalmente se entiende por inflación el "incremento sostenido en el nivel general de precios", o sea que la mayoría de los precios de los bienes y servicios disponibles en la economía empiezan a crecer en forma simultánea. La inflación implica por ende una pérdida en el poder de compra del dinero, es decir, las personas cada vez podrían comprar menos con sus ingresos, ya que en períodos de inflación los precios de los bienes y servicios crecen a una tasa superior a la de los salarios.

El fenómeno inverso a la inflación es la deflación, y esta ocurre cuando una gran cantidad de precios decrecen en forma simultánea, o sea, una disminución del nivel general de precios.

Por lo general se distingue entre un aumento "ocasional" del nivel general de precios y el aumento sostenido de los precios. La primera es llamada por algunos economistas como la definición débil de inflación, por no requerir que el aumento de los precios sea permanente, e incluso algunos no la consideran inflación en sí.

El segundo concepto, denominado definición fuerte de inflación, si requiere que se dé un incremento de los precios a lo largo del tiempo. En este caso cuando se hable de inflación se hará uso de este último concepto de inflación.

#### **3.1.2 Los índices de precios y la medición de la inflación**

Para cuantificar la inflación, o sea, para medir el grado en que los precios varían periódicamente, se emplean los índices de precios. Para ello, por ejemplo en el caso del índice de precios al consumidor, se cuenta con un patrón de consumo representativo o canasta de consumo típica, la cual incluye cuáles son los bienes principales que las personas demandan y su ponderación respectiva, de modo tal que algunos bienes tienen un mayor peso dentro del índice, y así entonces se obtiene una valoración de los aumentos de los precios.

También existen otros índices de precios, por ejemplo el índice de precios al por mayor o al productor. A través de éste se miden las variaciones de los precios ofrecidos al productor en todas las etapas del proceso productivo, de ese modo se tienen las categorías de bienes finales, materias primas y materias intermedias, cada una de las cuales también se divide en subcategorías. Este es considerado un índice importante, sobre todo para observar la tendencia futura de los precios, ya que detecta los aumentos de los precios desde el inicio del proceso productivo.

### **3.1.3 Algunos conceptos importantes de inflación**

**Inflación latente o reprimida:** Esta se da cuando los gobiernos establecen controles de precios, impidiendo de ese modo que los índices de precios reflejen la realidad.

**Inflación lenta:** Cuando durante un período prolongado se da una baja y estable tasa de inflación, se le llama a este tipo de inflación, inflación lenta.

**Hiperinflación:** También conocida como inflación galopante, y es aquella situación en la cual se da un muy rápido crecimiento de los precios, o sea, elevadas tasas de inflación, generando como consecuencia el desprendimiento de la moneda local y buscando otras monedas o bienes para protegerse del alza de precios.

**Estanflación:** Generalmente se conoce como estanflación a un problema de estancamiento con alta inflación, o sea, un nulo crecimiento de la producción, alta tasa de desempleo y una aceleración de la inflación.

### **3.1.4 Causas de la inflación**

Cuando se habla acerca de los factores que generan una inflación surge una serie de distintas teorías al respecto, por ejemplo aquellas que consideran que la inflación es un fenómeno exclusivamente monetario, otras consideran lo contrario y entonces toman en cuenta otros determinantes para explicar este fenómeno. Durante algún tiempo han existido divergencias en cuanto a la validez de ciertas de estas teorías.

A continuación se describen las que son consideradas como las principales causas de la inflación.

**a. Inflación por presión de la demanda:** Un aumento en la demanda agregada, por ejemplo un aumento del gasto público, genera una presión al alza sobre los precios, o sea provocando inflación. Así este crecimiento de la demanda por bienes y servicios, mayor que la disponibilidad de bienes y servicios, obliga al incremento de sus precios, siempre que estos estén en libertad de subir. También se ven afectados los precios de los insumos, los cuales también son presionados al alza. Este tipo de inflación se dice que puede ser más probable en una economía cercana al pleno empleo, ya que a ésta le es más difícil incrementar su producción.

**b. Inflación por empuje de los costos:** La inflación es causada por aumentos agresivos en los costos de producción, por ejemplo, aumentos en los salarios, la devaluación de la moneda, los aumentos de los impuestos, incrementos en el precio de los insumos, el precio del petróleo, etc. Así en las economías con sindicatos fuertes, dado que el alza de los precios reduce el poder de compra de los salarios, entonces los trabajadores piden mayores aumentos en sus salarios, lo que redundará en mayores costos de producción y finalmente en mayores precios, lo que a su vez genera más inflación y nuevamente se demandan aumentos en los salarios, y así sucesivamente, creándose una "espiral inflacionaria de costos".

Como lo muestra la figura anterior, el aumento en los costos además del aumento en los precios ha implicado una reducción del nivel de producto, la cual podría ser contrarrestada por una política expansionista, o sea un aumento del gasto público, una disminución de los impuestos, o bien un incremento de la oferta monetaria. Desgraciadamente estas últimas políticas contribuyen a aumentar aún más el nivel de precios. Tal como lo señala Case (1997): "Los impactos de costos representan malas noticias para los responsables de las políticas gubernamentales. El único medio por el cual pueden combatir la pérdida de producción provocada por un impacto en costos es incrementando el nivel de precios más allá de lo que habría aumentado sin acción política alguna" (p. 334).

**c. Inflación por raíces estructurales:** Los estructuralistas atribuyen la existencia de la inflación a factores no monetarios como lo son la organización económica y social del sistema. Específicamente en América Latina los estructuralistas han señalado como factores originarios de la inflación a los problemas de productividad del sector agrícola, el deterioro de los términos de intercambio, o sea la baja en los precios de las exportaciones y los aumentos en los precios de las importaciones, y la distribución del ingreso. Se arguye que el proceso de industrialización provoca un fenómeno migratorio hacia las zonas industriales, generando una mayor demanda por bienes primarios, donde "si la oferta por bienes es altamente inelástica al precio, el aumento de la demanda implica una presión ascendente sobre los precios de dichos bienes. Este hecho, aunado a la inflexibilidad descendente de los precios, genera un aumento en el nivel de precios" (Guerrero, p. 87).

**d. Inflación por expectativas:** Las expectativas sobre la tasa de futura de inflación pueden generar inflación, en el sentido de que se pierde la credibilidad en las políticas anti-inflacionarias de las autoridades económicas, así los distintos agentes tratarán de anticiparse a la inflación aumentando los precios, en el caso de los productores, o pidiendo mayores aumentos salariales, en el caso de los trabajadores. Si las expectativas son adaptativas, es decir se basan en el comportamiento pasado de la variable en cuestión, entonces se puede decir que: "El hecho de que las expectativas puedan influir sobre el nivel de precios es preocupante. Las expectativas pueden conducir a una inercia que dificulte detener una espiral inflacionaria" (Case, p. 335). Lo anterior cambiaría si las expectativas no son adaptativas sino racionales, en otras palabras, cuando las personas conocen las verdaderas causas de la inflación y poseen información para pronosticarla.

**e. Inflación causada por el exceso de dinero en circulación:** Tal y como lo señala Friedman "la inflación ocurre cuando la cantidad de dinero se eleva apreciablemente en forma más veloz que como lo hace la producción, y entre más rápido sea el aumento en la cantidad de dinero por unidad producida, mayor será la tasa de inflación" (citado por Corrales, p. 78). Esto es lo que se ha llamado el enfoque monetarista de la inflación, el cual indica que los precios, en el largo plazo, crecen al ritmo de crecimiento del dinero en circulación. Es decir, el dinero es el único causante de la inflación sostenida.

El enfoque monetarista hace énfasis en el largo plazo, ya que en el corto plazo se acepta que las variaciones de la cantidad de dinero si pueden tener algún efecto sobre la producción, pero no sostenidamente. Así un aumento en la cantidad de dinero en circulación incentivará una mayor demanda por bienes y servicios, lo cual, de inicio provoca un aumento en la producción (efecto de corto plazo sobre la producción). Pero ese crecimiento de la cantidad de dinero en exceso de lo que las personas desean mantener, es lo que ocasiona el aumento en el nivel general de precios, y de ese modo, como señala Humphrey "disminuyen los efectos temporales sobre el empleo y la producción, y dominan los efectos puramente inflacionarios sobre los precios" (citado por Corrales, p.83). De ahí se deriva la famosa máxima de Friedman, y en general del monetarismo, de que "la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario".

Ahora bien, ¿Qué ocurre con las otras causas de la inflación presentadas, si es cierto que la inflación es un fenómeno exclusivamente monetario? En este sentido se dice que tanto la presión de la demanda como el empuje de los costos lo único que provocan es una redistribución del ingreso, y que sólo generan inflación sostenida en el caso que el Banco Central actúe, en cuya situación se tendría una expansión de los medios de pagos, y se caería en un fenómeno puramente monetario. Así cuando se argumenta que el déficit fiscal genera inflación, ya que presiona la demanda agregada hacia el alza, pero ese déficit debe ser financiado. Una posibilidad es incrementar los impuestos o también, recurrir al endeudamiento. Sin embargo, un aumento sostenido en el gasto no puede ser financiado por esos medios, ya que los impuestos no pueden ser incrementados indefinidamente y del mismo modo sucede con el crédito, así que llegará el momento en el cual tendrá que intervenir el Banco Central. Es decir, se podría dar inflación por demanda, pero sólo a corto plazo, no inflación sostenida.

De ese modo, si la cantidad de dinero en circulación permanece constante, no todos los precios podrían subir a la vez, ya que no habría suficiente dinero en la economía para comprarlo todo a los nuevos precios. Es así como si se mantuviera constante la oferta monetaria, entonces un aumento en los salarios provocaría desempleo, pero no inflación. La financiación del déficit fiscal vía endeudamiento limitará el crédito al sector privado. Los aumentos en el precio del petróleo disminuirán la capacidad de consumo, pero de igual modo, no provocará inflación.



### **3.1.5 Consecuencias de la inflación**

En realidad las tasas de inflación bajas o controladas no tienen efectos tan nocivos sobre la economía como si lo tienen las altas tasas de inflación, las cuales pueden tener un efecto devastador sobre algunos sectores.

Entre los principales efectos de estas elevadas tasas de inflación están los siguientes.

**Disminuye el poder adquisitivo del dinero:** La inflación afecta al dinero como acumulador de valor y así le resta poder de compra a los ingresos de las personas. En períodos inflacionarios esto afecta fundamentalmente a aquellas personas que tienen ingresos fijos. En realidad se da una modificación en la distribución del ingreso, ya que en la medida que los ingresos crezcan a un ritmo mayor que los precios, así se puede salir beneficiado en un proceso inflacionario, pero en caso contrario genera un perjuicio. Es una distorsión para el mercado de crédito: La inflación favorece a los deudores en contra de los acreedores, sobre todo cuando estos últimos no han sido capaces de prever un período de inflación y no se han protegido al respecto. Podría beneficiarlos sólo en el caso de que se haya previsto una tasa de inflación superior a la que realmente se dé. En otros términos, si la inflación es mayor a la que se esperaba, entonces la inflación beneficia a los deudores, y viceversa.

**Costos administrativos e ineficiencias:** Cuando los precios crecen rápidamente las empresas deben calcular los precios con una mayor frecuencia y etiquetar la mercancía más frecuentemente. Además cuando no existe certeza a cerca de la evolución de los precios las personas pueden tomar decisiones equivocadas y asignar recursos ineficientemente. Afecta ciertas inversiones productivas: Las elevadas tasas de inflación afecta las posibilidades financieras de las empresas, además de que presenta ingresos ilusorios. Las inversiones a corto plazo, o sea que se revalorizan más rápido, se ven incentivadas, en contra de aquellas con períodos de maduración mayores. Por otro lado se asigna un mayor grado de riesgo a las inversiones en una economía con inflación, así descende el nivel de inversión, esto en detrimento de cualquier perspectiva de crecimiento a largo plazo.

**Afecta la balanza de pagos:** Las altas tasas de inflación interna estimulan las importaciones y desincentivan las exportaciones, si no se devalúa en una proporción equivalente. Esto porque aumenta el precio de los bienes producidos en el país y por lo tanto los bienes extranjeros se vuelven relativamente más económicos. Es importante notar que aunque devaluar es casi necesario también puede acelerar aún más el proceso inflacionario, sobre todo al elevar el precio de los insumos importados. Distorsiona el papel orientador del mercado: En una economía de mercado el precio es el principal indicador de qué producir, pero cuando los precios son muy inestables este mecanismo pierde eficiencia.

### **3.1.6 La inflación y el desempleo**

Cuando en una economía aumenta la demanda agregada por un lado tiende a incrementarse el nivel general de precios, pero también esa mayor demanda genera que se aumente el nivel de empleo, o sea que disminuya la tasa de desempleo. Por el contrario cuando la economía entra en una recesión, la demanda tiende a ser menor y los precios también, y en consecuencia aumenta la tasa de desempleo. Esta relación inversa entre la tasa de desempleo y la tasa de inflación fue observada por A. W. Phillips, quien publicó un artículo al respecto en 1958, y de ahí nace la curva de Phillips, la cual muestra gráficamente esta relación. Durante la década de sesentas en Estados Unidos la curva de Phillips se convirtió en uno de los principales instrumentos para explicar la inflación y su relación con la tasa de desempleo, ya que se observó una estrecha relación entre ambas variables. Sin embargo esta relación entre las tasas de inflación y desempleo a partir de los años setentas ha sido raquítica. No por ello se ha dejado de considerar que exista relación entre la tasa de desempleo y la de inflación, sino que se conoce que la inflación se ve afectada por muchas otras variables.

Vemos que la inflación no tiene por qué ser mala, lo bueno o malo es el porqué se produce el aumento de precios. De hecho, una caída de precios o deflación también es mala si se produce por una retracción del consumo y la inversión.

### **3.1.7 Teorías de inflación**

#### **Teoría del lado de la oferta**

Esta teoría afirma que la inflación se produce cuando el incremento en la masa monetaria excede la demanda de dinero. El valor de la moneda entonces está determinado por estos dos factores. La inflación en los años 1970 en EE.UU. se ve como causada por el incremento en la masa monetaria que ocurrió tras la salida de este país de los acuerdos de Bretton Woods, que sujetaba el valor de la moneda al patrón oro. Según esta teoría, el incremento en la masa monetaria no tiene efectos inflacionarios en la medida que la demanda de dinero aumente proporcionalmente.

Esta teoría explicaría la baja en la tasa de inflación en los años 1980 en EE.UU. debido a la expansión económica que se produjo a raíz de la reducción en los impuestos. Se explica esto indicando que una expansión en la economía origina un incremento en la demanda de dinero, lo cual contrarresta el efecto inflacionario que normalmente conlleva el aumento en la masa monetaria.

#### **Postura estructuralista**

Trataba de explicar la inflación en los países sudamericanos, donde las explicaciones relacionadas con la demanda o de costes no pueden explicarla. Se trata de países muy dependientes de la exportación de materias primas y que importan productos manufacturados. Cuando baja el precio de las materias primas, se producen desequilibrios en sus economías que los llevan a una espiral inflacionista.

#### **Teoría austríaca**

La Escuela austríaca de economía, afirma que la inflación es el incremento de la oferta monetaria por encima de la demanda de la gente. Los productores de bienes y servicios demandan dinero por sus productos, si la generación de dinero es mayor que la generación de riqueza, hay inflación. Por el contrario si la oferta de moneda es menor que la demandada existe deflación. Como consecuencia de la inflación se produce un efecto en cadena de distorsión de precios relativos al alza, es decir que algunos precios suben más que otros. Si todos los precios de la economía (incluido el salario) subieran uniformemente no habría ningún problema, el problema surge por la subida no-

uniforme. En los procesos deflacionarios, la distorsión de precios relativos generada, es a la baja. Esta teoría rechaza de plano la popular definición de "aumento sostenido del nivel de precios" por lo anteriormente expuesto.

Esta escuela asigna la causa de la inflación/deflación a la existencia de un monopolio emisor de moneda (Banco Central). Como solución a la inflación propone la eliminación del monopolio emisor de moneda, y liberar a los privados la impresión de la moneda, los que competirían por tener la moneda más fuerte para permanecer en el mercado. Propone volver a la moneda-mercancía, respaldando la moneda con algún activo tangible (oro, plata, platino, etc.). O por alguna combinación de varios metales, con lo cual se minimiza la volatilidad que pudiera tener el valor del dinero, como en el caso, por ejemplo de usar sólo oro, cuya volatilidad en el precio es elevada por cuanto la gente tiende a refugiarse en él en épocas de incertidumbre.

### **3.1.8 Métodos de reducción de la inflación**

Se han usado y sugerido diferentes métodos para detener la inflación. En casi todo el mundo, se ha impuesto la política de control de la inflación, a pesar de que no existen pruebas de que resulte dañina por debajo del 8-10%<sup>5</sup> o incluso el 20 o 40% según otros estudios.<sup>6</sup> De hecho la priorización de medidas anti inflacionistas severas produjo efectos adversos en Sudáfrica (1994) y Brasil (1996).<sup>4</sup> Economistas institucionalistas como Ha-Joon Chang han señalado que los partidarios del neoliberalismo han aprovechado el miedo justificado a la hiperinflación para impulsar políticas anti inflacionistas excesivas (dados los niveles de inflación en muchos lugares donde se han impulsado). El hincapié neoliberal en la reducción de la inflación se justifica a que los activos financieros tienen tasas de rentabilidad fijadas de modo nominal, por lo que la inflación reduce la rentabilidad real, algo que perjudica a los inversores financieros, pero no tanto a la población general.

### **Políticas monetarias**

Hoy en día, la herramienta principal para controlar la inflación es la política monetaria. Los bancos centrales pueden influir significativamente en este sentido fijando una tasa de interés más alta y reduciendo la masa monetaria. Normalmente a un objetivo de tasa de alrededor del 2% a 3% anual, y dentro de un rango objetivo de baja inflación, en algún lugar entre el 2% al 6% anual.

Hay una serie de métodos que han sido sugeridas para controlar la inflación. Los bancos centrales como la Reserva Federal de EE.UU. pueden afectar la inflación en gran medida a través de las tasas de interés y ajuste a través de otras operaciones. Las tasas de interés y crecimiento lento de la oferta monetaria son las formas tradicionales a través del cual los bancos centrales combaten o previenen la inflación, a pesar de que tienen diferentes enfoques. Por ejemplo, algunos persiguen un objetivo de inflación simétrico, mientras que otros sólo controlan la inflación cuando se eleva por encima de un umbral aceptable.

Las políticas monetaristas enfatizan una tasa de crecimiento del dinero constante y moderado. Los keynesianos hacen hincapié en la reducción de la demanda agregada durante la expansión económica y el aumento de la demanda durante las recesiones para mantener la inflación estable. El control de la demanda agregada se puede lograr combinando la política monetaria y la política fiscal (aumento de los impuestos o reducción del gasto público para reducir la demanda).

### **Tipo de cambio fijo**

Bajo un régimen de cambio de divisas fijo, el valor de la moneda de un país queda vinculado al valor de otra moneda o una canasta de otras monedas (o, a veces a otra medida de valor, como el oro u otros commodities). Un tipo de cambio fijo se utiliza generalmente para estabilizar el valor de una moneda, vinculándolo a otra moneda más estable. Puede ser utilizado como un medio para controlar la inflación. Sin embargo, cuando el valor de la moneda de referencia sube o baja, lo mismo ocurre con la moneda vinculada. Esto esencialmente significa que la tasa de inflación en el país, tipo de cambio fijo se determina por la tasa de inflación de la moneda a la que se vincula.

Un tipo de cambio fijo impide que un gobierno utilice la política monetaria nacional a fin de lograr la estabilidad macroeconómica. Adicionalmente, puede exponer a los países al peligro de ataques especulativos.

Con el acuerdo Bretton Woods, la mayoría de los países usaba tasas fijas al valor del dólar de EE.UU. El acuerdo se rompió en la década de 1970, y los países poco a poco se volcaron a tipos de cambio flotantes. Sin embargo, en la última parte del siglo 20, algunos países que sufrieron procesos hiperinflacionarios volvieron temporalmente

a un tipo de cambio fijo para estabilizar sus monedas. Esta política se utilizó en muchos países de América del Sur (por ejemplo, Argentina 1991-2002, Bolivia, Brasil, Chile y Venezuela).

### **Patrón oro**

El patrón oro es un sistema monetario en el que los medios de intercambio de bienes y servicios es papel-moneda que puede ser convertida libremente en cantidades de oro preestablecidas (u otras mercancías con valor de mercado como por ejemplo, plata). El patrón especifica de qué forma el respaldo en oro se lleva a cabo, incluyendo la cantidad de especie por cada unidad de papel moneda. La propia moneda no tiene valor intrínseco, sino que es aceptada por los comerciantes, ya que pueden ser redimidos por la cantidad en especie equivalente. Un certificado de plata EE.UU., por ejemplo, podría ser canjeado por una verdadera pieza de plata.

El patrón oro fue abandonado parcialmente a través de la adopción internacional del sistema de Bretton Woods. Bajo este sistema todas las demás monedas importantes fueron atadas a tasa fija con el dólar, que a su vez estaba atado al oro a razón de 35 dólares por onza. El sistema de Bretton Woods se rompió en 1971, y la mayoría de los países empezaron a utilizar tasas flotantes entre el papel moneda y el respaldo.

Las economías basadas en el patrón oro rara vez experimentan una inflación por encima del 2 por ciento anual. Bajo el patrón oro, la tasa de largo plazo de la inflación (o deflación) queda determinada por la tasa de crecimiento de la oferta de oro en relación con la producción total. Los críticos argumentan que esto puede provocar fluctuaciones arbitrarias en la tasa de inflación, y que la política monetaria quedaría fijada esencialmente por las políticas de minería.

Algunos autores creen que esta política contribuyó a la Gran Depresión, mientras que otras teorías, como la monetarista y la austríaca, disienten. Las hipótesis sobre las causas de la Gran Depresión son motivo de controversia.

## **Control de precios**

Otro método utilizado a lo largo de la historia para intentar frenar la inflación es el control sobre los salarios y sobre los precios. Este método fue implantado, por ejemplo, por el gobierno de Nixon al principio de la década de 1970 con resultados negativos.

Algunos economistas coinciden en afirmar que los controles de precios o administración de precios no alcanzan sus objetivos de estabilidad de precios y son contraproducentes pues distorsionan el funcionamiento de una economía, promueven la escasez de productos y servicios y disminuyen su calidad, entre otros efectos.

Otro problema es que el control de precios y salarios es difícil en la práctica y requiere demasiados recursos de inspección y sanción para que dichos controles no sean burlados por los agentes económicos. A su vez, la imposibilidad de aumentar los precios en un período de aumento de los costos de producción provoca escasez de bienes y servicios. Los gobiernos frecuentemente intentan remediar la escasez mediante subsidios a los bienes y servicios que perdieron rentabilidad por el incremento de costos y precios fijos. La necesidad creciente de financiar mayores recursos en subsidios, regulaciones, inspección y sanción generan una necesidad de expansión del crédito y el gasto público y, por ende, una necesidad de incrementar la emisión monetaria para financiar esa expansión, agravando la inflación.

En cuanto a nuestro país podemos nombrar al Plan Austral como inicialmente una experiencia positiva, siendo el mismo un caso atípico en los planes de estabilización monetaria acordados entre el FMI y países latinoamericanos.

Mientras que el FMI recomendaba planes gradualistas de ajuste ortodoxos (control del gasto público, congelamiento de salarios, con sustento teórico en la teoría cuantitativa del dinero) la parte monetaria del plan fue marcadamente heterodoxa, basada en la teoría de las expectativas y buscando un "efecto shock".

La medida política central fue el cambio del signo monetario, quitando tres ceros al Peso Argentino para crear el Austral. Para evitar la fuerte transferencia de riquezas de

deudores a prestatarios que ocurre cuando la inflación baja abruptamente (y otras distorsiones debidas a la existencia de contratos fuertemente indexados) se estableció el llamado "desagio", por el cual, formalmente, el peso argentino se depreciaba frente al austral a la tasa de inflación anterior a la entrada en vigor del plan.

Paradójicamente, se requirió una fuerte expansión de la base monetaria M1, dado que mientras hubo inflación elevada el público buscaba deshacerse de sus pesos cuanto antes, o bien comprando dólares o bien haciendo depósitos de plazo fijo.

Por otra parte se estableció un fuerte control de precios. Las tarifas de los servicios públicos (por entonces en manos del Estado) se congelaron, y se establecieron listas de precios máximos para los bienes de la canasta básica (que eran administrados por privados).

También se limo el aumento de los salarios del sector privado, pese a lo cual el salario real tuvo un alza importante, en parte por la propia reducción de la inflación (no había más un "retraso" del salario respecto de los precios) y en parte por el impacto del desagio en las tarifas.

Los ingresos fiscales mejoraron considerablemente al desaparecer el efecto Olivera-Tanzi (el rezago fiscal), con lo que el esquema resultó sostenible a corto plazo.

El plan logró el objetivo de reducir la inflación de un día para el otro (en los primeros meses de aplicación la inflación rondó el 2% mensual) con lo que el gobierno logró recuperar mucho de su popularidad inicial.

También logró el objetivo de no frenar el crecimiento típico en los planes gradualistas que recomendaba el FMI (estanflación), llegándose a crecer al 7% anual durante 1986 pese al deterioro de los precios de las materias primas inició una fase de descongelamiento gradual de precios; en ese período la inflación tuvo un ligero incremento, llegando hasta el 5% mensual.

La situación desmejoraría notablemente al aumentar fuertemente el tipo de interés internacional y reducirse nuevamente el precio de las materias primas, que llevaría hacia fines de 1987 a el programa terminó en los hechos cuando hacia 1988 un rebrote inflacionario forzó a crear un nuevo programa, conocido como «Plan



Primavera», que no lograría evitar la escalada de precios., luego una nueva crisis macroeconómica vía restricción externa. que termino desencadenando posteriormente la hiperinflación del año 1989.

Actualmente en nuestro país se volvió a desarrollar una política de control de precios bajo el nombre de Precios Cuidados. Como todas las veces que se comienza con este tipo de controles los primeros meses parece dar resultados para luego siempre perder con el mero paso del tiempo eficiencia y dejando claro que no es el método adecuado para combatir la inflación. Durante el año 2013 según mediciones privadas el índice de inflación trepo a 25%, en lo que llevamos del 2014 con la devaluación producida a principios de este año la misma está arriba del 30% a Octubre. Obviamente queda ampliamente demostrado nuevamente que estas políticas no sirven para combatir las causas que generan la inflación

### **Equilibrio entre Moneda y Precios**

La **Teoría del Equilibrio Moneda Precios** propone que cuando algún producto aumente su precio, todos, incluido el mismo producto, deben **absorber** ese aumento. Por ejemplo, cuando la inflación de un mes sea del 2 por ciento, todos los productos deben bajar 1,96 por ciento, absorbiendo así ese aumento, logrando que el valor de la Moneda sea constante, y no se devalúe. Así, se podrá adquirir menos de los productos que aumentan su precio, pero se compensará al poder adquirir más de los productos que bajan sus precios. Esta Teoría propone para ello la creación de un Ente Regulador, en el cual los representantes de los empresarios, sindicalistas, consumidores, y el Estado, acuerden los precios, tomando como base el valor de la moneda, con el objetivo de evitar devaluar. Tiene algo en común con el **Equilibrio de Nash**, de la Teoría de Juegos.

## **Proceso hiperinflacionario**

Cuando la inflación desborda toda posibilidad de control y planeamiento económico, se desata lo que se conoce como proceso hiperinflacionario, en el cual la moneda pierde su propiedad de reserva de valor y de unidad de medida. Es un proceso de destrucción de la moneda.

En 1956, Philip Cagan escribió La dinámica monetaria de la hiperinflación, considerado generalmente como el primer estudio serio de la hiperinflación y sus consecuencias. En él, definió la hiperinflación como una inflación mensual de al menos el 50%.

La Norma Internacional de Contabilidad (IAS 29) describe cinco situaciones que indican que una economía podría encontrarse en hiperinflación:

-la población en general prefiere conservar su riqueza en forma de activos no monetarios, o bien en una moneda extranjera relativamente estable; además, las cantidades de moneda local obtenidas son invertidas inmediatamente para mantener la capacidad adquisitiva de la misma

- la población en general no toma en consideración las cantidades monetarias en términos de moneda local, sino que las ve en términos de otra moneda extranjera relativamente estable; los precios pueden establecerse en esta otra moneda

-las ventas y compras a crédito tienen lugar a precios que compensan la pérdida de poder adquisitivo esperada durante el aplazamiento, incluso cuando el periodo es corto

- las tasas de interés, salarios y precios se ligan a la evolución de un índice de precios

-la tasa acumulada de inflación en tres años se aproxima o sobrepasa el 100%

La población general prefiere mantener su riqueza en bienes no monetarios o en una moneda extranjera relativamente estable. Cualquier cantidad en moneda local es inmediatamente invertida para mantener poder adquisitivo.

La población general considera cantidades monetarias no en términos de moneda local, sino en términos de una moneda extranjera relativamente estable. Es posible que los precios se fijen en moneda extranjera.

Las ventas y compras a crédito se realizan a precios que compensan por la pérdida anticipada de poder adquisitivo durante el periodo crediticio, incluso si este periodo es corto.

Los tipos de interés, salarios y precios se vinculan a un índice de precios y la inflación acumulativa durante tres años se acerca, o excede, el 100%.

Entre los procesos hiperinflacionarios más estudiados en el mundo encuentra el caso alemán, el caso argentino, el caso ruso y el americano.

## **3.2 Finanzas Personales**

En periodos prolongados de inflación las personas que sus ingresos dependen de salarios fijos son las que terminan siendo las más perjudicadas. Pero existen algunas formas para aquellas personas con capacidad de ahorro de al menos protegerse en estos procesos.

En el contexto actual de la economía argentina detallaremos algunas de las posibles inversiones para proteger los ahorros con las que cuentan los individuos.

La desaprensión de las personas a mantener sus ahorros en moneda local tiene su explicación a través de la historia y de los recurrentes períodos inflacionarios a los cuales se vieron sometidos los individuos a lo largo del tiempo.

A través de los años el refugio buscado por los pequeños ahorristas fue la tenencia de moneda extranjera que no es otra que el dólar y sin dudas también la reserva de valor en ladrillos, siempre se tuvo como alternativa la inversión a través de plazos fijos pero si bien en estos últimos años se ve un incremento significativo en estos depósitos aún en el común de la gente perdura el recuerdo del año 2001. Obviamente el contexto actual con el 95 % de los depósitos en pesos es totalmente distinto al imperante en esos años pero ante el menor rumor las personas tienen la certeza de estar ante el mismo escenario que en años anteriores volcándose nuevamente a la divisa externa

En este momento si bien existe la iniciativa oficial de pensar la economía en pesos, sumado a la instalación progresiva del denominado “cepo cambiario” el refugio en moneda extranjera sigue siendo a través de la compra autorizada por AFIP, el denominado “contado con liqui” en la economía formal y el denominado dólar blue en el mercado informal, lo elegido por la mayoría para proteger sus ahorros.

### **3.2.1 Opciones de inversión en contextos inflacionarios**

A partir de lo descripto anteriormente detallaremos cuáles son las opciones más seguras que recomiendan distintos economistas en el mercado para que los inversores

comiencen a apostar por la moneda nacional para poder cubrirse de la creciente inflación actual.

Las personas con un capital pequeño o mediano tienen muchas y muy variadas alternativas –desde las más sencillas hasta las más sofisticadas– que exigen una inversión de poco monto, sólo es necesario acudir a una sociedad de Bolsa o un banco para dar los primeros pasos en la búsqueda de oportunidades. Todos los especialistas consultados coinciden en que aunque al principio pueda dar un cierto escozor para la persona sin experiencia, las operaciones son en realidad muy simples y están al alcance de cualquiera.

A continuación detallamos las distintas opciones de inversión con las que cuentan los ahorristas:

### **Fideicomisos Financieros**

Es uno de los instrumentos que mayor atractivo presenta, su rendimiento supera al de los plazos fijos tradicionales, registran un riesgo mínimo y existe un mercado secundario al que se puede vender en caso de necesitar dinero para una urgencia (el mercado financiero secundario es equivalente al mercado de autos usados). En general recomendamos para la inversión los que tienen un horizonte menor a seis meses, aquellos cuya deuda fiduciaria es de clase A. Estos valores tienen menor plazo y por lo tanto una menor tasa de interés, pero cuentan con una calificación de riesgo AAA, la más alta que se puede tener.

Los Fideicomisos Financieros son el instrumento ideal para diversificar sus ahorros, accediendo a productos garantizados que brindan atractivas tasas de interés.

Invertir en Fideicomisos Financieros tiene la ventaja de que ofrecen rendimientos superiores a otros instrumentos con igual duration, a la vez que poseen muy baja volatilidad.

Existen Fideicomisos Financieros que nacen de empresas de consumo masivo, que venden productos (como electrodomésticos) con créditos a una tasa elevada. Luego,

arman un “paquete” con las deudas a cobrar a los consumidores, que se lo venden a los inversores. Con estos instrumentos financieros se puede llegar a esperar una tasa de ganancia de hasta el 29,5% (dato año 2014).

Obviamente estos rendimientos habría que compararlos con la tasa de inflación real para determinar si hemos obtenido un rendimiento positivo de nuestra cartera. Si tomamos la inflación del INDEC el índice fue de 23,9% siendo la determinada por el índice denominado “del congreso” fue del 38,53%, comparando con este índice nos hubiésemos descapitalizado un 9%

Además cabe aclarar, los títulos que surgen de un fideicomiso cuentan con una calificación de riesgo que sirve de guía a la hora de analizar la relación entre rendimiento y riesgo de la inversión.

### **Bonos Nacionales y Provinciales**

Los bonos emitidos por el Estado Nacional o las provincias son otra opción con una importante relevancia en el mercado actual.

Los Dólar Linked, con plazos menores a un año se compran en pesos a través de la Bolsa porteña. La renta surge de la tasa de interés que ofrezca el bono en cuestión, pero tiene un agregado que lo hace más atractivo: al momento de cobrar la renta se recibe una suma en moneda local que representa la ganancia en dólares al tipo de cambio oficial. En la actualidad hay varias emisiones en el mercado de distintas provincias e incluso emisiones del gobierno nacional.

El rendimiento del año 2014 fue de 35,4% aproximadamente. También algunas empresas se están animando a emitir este tipo de instrumento financiero.

Los Principales emisores fueron:

| <b>Emisor</b>     | <b>Total</b>   | <b>%</b>       |
|-------------------|----------------|----------------|
| Gobierno Nacional | 1,637.0        | 38.41%         |
| CABA              | 864.3          | 20.28%         |
| Cordoba           | 534.9          | 12.55%         |
| Neuquén           | 354.7          | 8.32%          |
| Chubut            | 220.8          | 5.18%          |
| Mendoza           | 219.0          | 5.14%          |
| Buenos Aires      | 200.0          | 4.69%          |
| Entre Rios        | 153.7          | 3.61%          |
| Formosa           | 36.3           | 0.85%          |
| Ciudad de Cordoba | 23.8           | 0.56%          |
| Chaco             | 17.9           | 0.42%          |
| <b>Total</b>      | <b>4,262.4</b> | <b>100.00%</b> |

También el Bogar 18 (bono emitido por el Estado argentino) es otra variante de los bonos que se debe tener en cuenta. Se ajustan por el Coeficiente de Estabilidad de Referencia (CER, que depende de la medición de precios del Indec) y tienen un plazo de repago de 2,74 años (1000 días), que es más largo y, por consiguiente, más arriesgado. En la actualidad registran una tasa de rendimiento o ganancia inicial del 12%, que luego del ajuste al ritmo en el que se mueve la inflación oficial se ubicará finalmente en torno al 35% por ciento. En tanto, el pago del interés mensual se encuentra en el 2% más el ajuste por CER.

### **Cheques de Pago Diferido**

Entre las recomendaciones también figuran los Cheques de Pago Diferido, un instrumento que nace a partir de empresas que descuentan cheques en la Bolsa. Estos instrumentos se dividen en “avalados” y “patrocinados”, pero los analistas recomiendan los primeros porque presentan un riesgo menor al estar garantizados por las sociedades de garantía recíproca.

Hay plazos de entre 30 días y 355 días, que están dejando un rendimiento del 24,5 %. Al igual que el fideicomiso financiero se accede a través de la Bolsa y existe un mercado secundario al que acudir para vender en caso de entrar en un período de necesidades de efectivo (en la jerga financiera se le llama iliquidez) y necesitar el efectivo. Si bien dependen del juego de la oferta y la demanda, tienen muy bajo riesgo.

Cabe destacar que actualmente los patrocinados están en un rendimiento cercano al 45% anual

### **Letras Provinciales**

Las letras emitidas por las provincias también se ubican entre las oportunidades atractivas. Entre las últimas emisiones se registran la de la provincia de Neuquén, que emitió letras a 140 días con una tasa del 30,50% y en el caso de la Provincia de Buenos Aires, a 119 días con tasa del 26,48%.

Este tipo de letras rinde un poco más que las que emite el Banco Central y son interesantes, nuevamente con un mercado secundario activo en caso de iliquidez.

### **Cedear's**

Existe la posibilidad de invertir en CEDEARs, que son acciones de empresas extranjeras. Se compran en pesos en la Bolsa porteña y cotizan en su mayoría en Estados Unidos. Existen varias compañías como Coca Cola Inc, Apple, Citigroup Microsoft entre otros ofrecen sin dudas muy buenas rentas. En este caso, la volatilidad es mucho mayor y es para inversores con un perfil de aceptación de riesgos elevados.

### **Plazos Fijos en Pesos**

La última opción es la más tradicional: el plazo fijo en pesos. Las mejores oportunidades aparecen con los bancos relativamente medianos, porque las entidades más grandes hoy en día no demuestran un interés en el pequeño ahorrista. A 30 días, el



tiempo que más tienta al público, las entidades de mayor renombre registran un promedio del 22,00% durante el año 2014, dado que a partir de la COM A 5640 el BCRA estableció un mínimo de tasa a abonar para las personas físicas cuyos depósitos no superen el millón de pesos.

Para conocer el mercado de los plazos fijos en primera persona se puede acceder a <[www.zonabancos.com.ar](http://www.zonabancos.com.ar)>. En esta web se observan las distintas posibilidades que tiene un ahorrista para invertir, pudiendo además comparar los mismos según lo que ofrezca cada entidad.

### **Otras alternativas**

En tanto, el oro es una alternativa que, si bien a lo largo del periodo 2011-2014 no tuvo un buen rendimiento, en los últimos años registró subas y en general gana valor cuando al resto de los mercados le va mal, por lo que en medio de una crisis económica global, como la que se vive en la actualidad, puede significar una reserva de valor importante.

También una alternativa muy usada que tuvo un incremento muy significativo sobre todo desde el 2002 hasta la instalación del cepo cambiario fue la inversión en ladrillos que es una de las preferidas como reserva de valor

### **3.2.2 Inversiones en el Mercado de Valores**

Mientras que en nuestro país el mercado de valores es totalmente ajeno a la mayoría de la población en los países más desarrollados es un instrumento usado para invertir a largo plazo y para poder administrar el capital obtenido hasta alcanzar la edad jubilatoria.

Realmente la diferencia entre los mercados en los países desarrollados como por ejemplo los Estados Unidos y el nuestro son muy importantes. Tanto el volumen como la cantidad de empresas que cotizan en el mismo hacen una diferencia muy significativa entre ambos mercados.

La realidad es que los vaivenes económicos de nuestro país unido a lo poco profundo del mercado local determinan que la bolsa sea un reducto reservado para inversores más sofisticados.

Si uno realiza una inversión en la bolsa siendo para ello previamente asesorado, hoy la puede realizar a través del mismo banco donde opera o donde cobra el sueldo seguramente obtendrá un rendimiento superior a cualquier inversión que efectúe. (Ver cuadro I)

La Bolsa es una inversión muy buena a largo plazo. Si la mayor parte de la población invierte en Bolsa, obtendrá muy buenos resultados, y eso supondrá que la estafa piramidal de la Seguridad Social será ya imposible de ocultar, y caerá definitivamente por su propio peso. Y tras ella caerán, por innecesarias, todas las excusas que utilizan los políticos para quitar a la población la mayor parte de la riqueza que generan a través de los impuestos, como las subvenciones, los servicios públicos, etc., ya que la gente se dará cuenta de que el dinero que les quitan los políticos es gestionado espantosamente mal, y de que esa es la causa de que haya personas que tengan problemas económicos, porque hay formas mucho mejores de crear riqueza, si los ciudadanos mantienen en su poder la mayor parte del dinero que ganan con su trabajo.

### **3.2.3 El Índice Merval**

El Merval es el principal índice del mercado de valores. Muestra la evolución de las principales empresas de acuerdo al volumen transado en el último trimestre.

El índice fue desarrollado con un nivel base de 0,01 con fecha 03 de junio de 1986.

El nuevo índice parte de la estructura básica del Merval e introduce modificaciones para transformarlo en un indicador para operaciones de empresas locales. La evolución del Merval hasta el 30 de diciembre de 1999 se toma como base común por ser el período previo por un lado a la inclusión de empresas extranjeras en el mercado accionario local, y por el otro al incremento de la participación de los Cedears en el volumen total negociado.

El Merval Argentino se genera a partir de una muestra de las operaciones para un período de seis meses anteriores a cada recomposición, que excluye las sociedades extranjeras y los Cedear. El criterio utilizado para la selección es el orden decreciente de participación en la operatoria de contado en el mercado de concurrencia, excluyendo toda empresa que no haya cotizado un número de ruedas considerado representativo.

La cartera teórica se actualiza cada tres meses, siempre con base 6 meses. Es un índice ponderado de precios con cantidades fijas en el trimestre, salvo las situaciones que se indican más adelante.

Al final de cada período de tres meses, se considera que la cartera es vendida, y el producido se aplica a la formación de la nueva cartera teórica.

Las principales inversiones detalladas anteriormente las comparamos en el cuadro I con el IPC (índice de precios al consumidor) tomando como referencia los datos del INDEC hasta Diciembre 2007 y luego hasta la actualidad el Índice denominado del “Congreso”

En el caso de la inversión en la Bolsa de Comercio tomamos la variación del Índice Merval para comparar con el resto de las carteras

El Índice Merval tuvo un incremento durante el año 2014 de 59,5% con lo cual tuvo un incremento superior tanto al dólar oficial como el dólar blue

En dicho cuadro podemos ver como el haber invertido en Acciones resulta a largo plazo mucho más ventajoso que en cualquier otro tipo de inversión, si bien en algún año puntual las otras inversiones puedan ser ocasionalmente más rentables.

### **3.3 Finanzas Corporativas**

Las empresas tienen como objetivo principal la maximización del valor de la firma para sus dueños a través de sus propios recursos según lo establecido en su objeto social de negocios, y esa renta es evaluada a la luz del capital invertido y del costo de oportunidad del mismo.

Esta comparación es medianamente simple cuando las variables macroeconómicas de la economía, y en especial la evolución del índice de precios o inflación, se encuentran en niveles bajos y estables.

En cuanto estos niveles de inflación se hacen más significativos provocan que la moneda de comparación no sea homogénea dando lugar a la interpretación incorrecta de resultados o ganancias si se toman a valores históricos.

La gestión financiera y de administración de activos y pasivos de la empresa, bajo estos contextos, toma especial preponderancia en la generación de ganancia que va más allá de los aspectos operativos del negocio, proporcionando a todas las empresas independientemente de sus objetivos empresariales, un componente financiero de negocios similar a la intermediación financiera y a las inversiones, que necesita ser evaluado, medido e incorporado.

Esta administración concreta de los activos y pasivos de la empresa con el objeto de generar una renta específica proveniente de los efectos de la inflación, la tenencia y los componentes de intereses financieros activos, donde el área de finanzas de una empresa pasa a tener un rol relevante en la generación de renta total que usualmente no posee en entornos de estabilidad.

Pasamos a describir un trabajo del Lic. José Dapena de UCEMA **FINANZAS CORPORATIVAS: EL “EFECTO PORTAFOLIO” EN LA GESTIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA EN CONTEXTOS INFLACIONARIOS** que en él explica que la generación de renta en entornos de estabilidad de precios en donde todas las mediciones se encuentran expresadas en moneda local y corriente, siendo que en entornos inflacionarios el impacto queda reflejado cuando se expresa en moneda constante u homogénea.

### **3.3.1 Descripción del proceso de Generación de Renta**

El enfoque clásico de la evaluación de inversiones en finanzas corporativas toma como punto de partida la existencia de una oportunidad de negocios susceptible de generar ingresos.

Para el aprovechamiento de la oportunidad de negocios se va tener que inmovilizar recursos que detallamos a continuación.

La inmovilización de esos recursos se visualiza en una necesidad de capital o inversión en la forma de activos líquidos e ilíquidos que son destinados al proceso productivo con el objetivo de aprovechar las oportunidades de negocio.

Dichos activos necesitan ser financiados, y pueden serlo a través de contratos de deuda de corto plazo o corrientes (PC), contratos de deuda de largo plazo o no corriente (PNC) y aportes de los accionistas (contratos de participación en el capital) y reinversión de utilidades (PN).

$$A = AC + ANC = PC + PNC + PN$$

Con este concepto, la inversión inmovilizada (I) o capital empleado y por la que se espera una ganancia queda expresada por:

$$I = CT + ANC = PNC + PN$$

Que expone la hoja de balance de una inversión donde la empresa está con una posición “comprada) o long en CT y ANC, y “vendida” o short en PNC y PN.

Esta inversión puede ser definida y categorizada por la suma del capital de trabajo (activo de trabajo, corriente o de corto plazo, neto del pasivo de trabajo, corriente o de corto plazo) y el activo no corriente o de largo plazo.

El activo de trabajo usualmente incluye activos líquidos, inventarios, cuentas por cobrar y otros activos realizables en el corto plazo. Al activo de trabajo se deduce el pasivo de trabajo (deudas exigibles en el corto plazo, usualmente a través de proveedores y bajo nuestro punto de vista gratuitas) para dar lugar al cálculo del capital de trabajo.

Por su lado el activo no corriente incluye equipamiento, maquinarias, rodados, inmuebles, intangibles y créditos cuya realización se produce en el largo plazo, reflejándose su uso a través de las depreciaciones.

La suma del capital de trabajo y el activo no corriente define en general la inversión inmovilizada o capital total empleado.

Esta inversión necesita de recursos para su financiamiento, por ello existen dos fuentes de financiamiento representadas por deuda con tercero y por aportes de los accionistas denominado capital propio

$$I = CT + ANC = PNC (\text{deuda}) + PN (\text{capital propio})$$

Obviamente el objetivo es inmovilizar la menor cantidad de recursos propios y minimizar el uso de nuevas inversiones

Estos ingresos operativos requieren de gastos operativos para que la gestión de negocios pueda llevarse a cabo, que pueden ser erogables (tales como sueldos, energía eléctrica, alquileres, etc.) o no erogables (tales como depreciaciones de equipamiento, inmuebles, intangibles, etc.).

El flujo operativo identificado como ingresos operativos netos de gastos operativos erogables es conocido como EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciations and amortizations), mientras que si se consideran gastos no erogables tales como amortizaciones y depreciaciones, posee el nombre de EBIT (Earnings before interests and taxes).

$$\text{RENTA OPERATIVA (RO)} = \text{IO} - \text{GASTOS OPERATIVOS (GO)}$$

Del EBIT se deduce el monto que hubiese abonado en concepto de impuesto a las ganancias, y lo que se obtiene puede ser reinvertido en el negocio (en incrementos del capital de trabajo o en gastos de capital o incremento del activo no corriente) o queda como de libre disponibilidad.

Ese flujo libre de fondos es el que en la práctica se compara con el capital invertido para obtener la tasa interna de rendimiento, que luego es evaluado respecto a la tasa de costo de capital.

A los efectos de evaluar si una decisión de negocios, empresa o emprendimiento es atractivo desde el punto de vista financiero, se compara el costo financiero hacia proveedores de capital (accionistas y acreedores) de inmovilizar recursos con respecto a la renta que proporciona los recursos inmovilizados en el proyecto o empresa. El costo financiero de inmovilizar capital se denomina tasa de costo de capital, que surge de evaluar las fuentes de financiamiento de la firma o el proyecto de inversión, sean de deuda o de capital de los accionistas.

El costo financiero que significa inmovilizar capital proviene de los intereses en el caso de los pasivos, y de la ganancia esperada en el caso de los accionistas.

El costo de capital a través de deuda proviene de la tasa de interés anual promedio que paga la firma por sus obligaciones, neta del impuesto (escudo impositivo) cuando corresponde, ya que los intereses son deducibles del impuesto a las ganancias.

Respecto al costo del capital propio, a los efectos de su cálculo usualmente se aplica un modelo, el CAPM (el más difundido en el mercado) donde la tasa de costo de capital propio para el accionista surge de considerar el retorno de un activo libre de riesgo, y adicionarle una prima de riesgo que proviene de un coeficiente denominado beta (que mide la contribución de riesgo de la inversión en cuestión al riesgo de la cartera de inversiones de un inversor diversificado) multiplicado por la prima de riesgo de mercado (Equity risk premium) representada por la diferencia de retornos entre el portafolio de inversiones diversificado en el mercado (aproximado usualmente por un



índice o canasta de acciones) y el rendimiento de un activo libre de riesgo (aproximado por el retorno de un bono del tesoro de Estados Unidos).

En mercados emergentes se le puede sumar a este concepto una prima de riesgo país o se realiza algún ajuste para incrementar el mismo.

Contando con el rendimiento para los acreedores financieros neto del beneficio impositivo, y con el retorno para el capital de los accionistas, se procede a ponderar estos dos retornos por la participación de cada fuente de financiamiento (deuda o capital)

Financiamiento del total de la inversión (capital de trabajo y activos no corrientes o de largo plazo).

De la ponderación surge lo que se denomina el costo promedio ponderado del capital y que representa el costo financiero total de financiar la inversión.

El análisis de creación de valor conlleva comparar la tasa interna de rendimiento (TIR) entre la inversión y la generación de flujos de fondos libres, con esta tasa de costo del capital o tasa mínima de ganancia requerida. En la medida que la TIR sea mayor a la tasa de costo de capital, la inversión está creando valor. Asimismo, los flujos de fondos pueden ser actualizados a la tasa de costo de capital promedio ponderado.

Otro método es determinar el Valor presente del negocio, y este valor es comparado con la inversión inicial para nuevamente identificar si se está creando valor en el proceso de negocios (en el caso de la técnica de valor actual o presente neto VAN/VPN).

En este esquema simple descripto, el rol del management es el de maximizar los márgenes de ganancias entre ingresos y gastos operativos, y minimizar la inmovilización de recursos por inversiones, haciendo más eficiente el proceso productivo. Por otro lado el rol del gerente financiero es asegurar el financiamiento de Las operaciones, identificar el costo del capital para evaluar inversiones y minimizar el mismo.

Entonces ahora podemos definir la renta de las compañías de la siguiente forma:

$$\text{RENTA TOTAL (RT)} = \text{RENTA OPERATIVA (RO)} + \text{RENTA FINANCIERA (RF)}$$

La renta operativa RO es la renta que obtiene la firma como consecuencia de realizar actividades de negocios vinculadas a su objeto social, y surge de la diferencia entre los ingresos operativos, los gastos operativos (GO) y el pago del impuesto a las ganancias

$$\text{Renta Operativa (RO)} = \text{IO(Ingresos operativos)} - \text{GO(Gastos Operativos)} - \text{IG(Pago del Impuesto a las ganancias)}$$

Esta fuente de renta operativa surge de la diferencia entre ingresos y gastos operativos (margen de ganancias) que neto de necesidades de reinversión (en capital de trabajo o gastos de capital) es comparado con la inmovilización de recursos (inversión) para evaluar la creación de valor.

Por su parte la generación de renta financiera RF no se encuentra relacionada directamente con el objeto social y de negocios de la firma, y proviene de:

- la incidencia de la inflación en el valor real de activos y pasivos monetarios (efecto inflación = EINF);
- el resultado de la tenencia de activos y pasivos con procesos propios de actualización a través de sus precios (Resultado por tenencia = RT por efectos del tipo de cambio en activos y pasivos en moneda extranjera, y por efectos del cambio de precios de inventarios en activos y pasivos, y de tenencias de ciertos instrumentos financieros con procesos de precios propios tales como acciones. - de los intereses obtenidos por créditos a clientes y colocaciones financieras (Diferencial por intereses = DINT)

$$\text{RF} = \text{RINF (Renta por efecto de la Inflación)} + \text{RT(Renta por tenencia)} + \text{DINT (Diferencial por tasas cobradas y pagadas)}$$

De donde se obtiene el siguiente esquema de generación y reparto de renta:

+ Ventas o Ingresos operativos  
- Gastos operativos erogables  
- Gastos operativos no erogables  
**= Renta operativa**

± Renta por intereses activos  
- Intereses pasivos hacia acreedores  
± Renta por tenencia  
± Renta por exposición a la inflación  
- Impuesto a las ganancias  
**= Renta hacia los accionistas**

El impuesto a las ganancias se calcula directamente sobre las ganancias operativas ya que el beneficio o escudo fiscal (tax shield) está incorporado en el cálculo del costo del capital.

Sin duda la renta surge principalmente de los aspectos operativos, mientras que la renta proveniente de los aspectos financieros por exposición a la inflación, tenencia o intereses financieros activos es casi nula, en contextos económicos estables.

Cuando la economía donde se llevan adelante los negocios es inestable y con fluctuaciones de precios e inflación, el desafío de gestión de los negocios cambia para darle una mayor relevancia a los aspectos de inversiones financieras e intermediación financiera dentro de la ecuación total de renta de las compañías.

La administración del portafolio de activos y pasivos de la empresa por parte del Management, en contextos inflaciones es similar a la de un administrador de portafolio de instrumentos financieros.

La estabilidad económica lleva a que la principal fuente de renta sea la capacidad de la gestión de transformar en renta operativa las oportunidades de negocios, mientras que la inestabilidad e inflación determina que la administración financiera deja

de ser un componente accesorio de la renta para pasar a ser un componente significativo de la renta total.

### **3.3.2 Fuentes de renta financiera en las empresas**

En contextos de estabilidad de precios la renta de la firma proviene de la renta operativa que surge de las ventas netas de los gastos operativos. Cuando el entorno es inflacionario y con cambios en precios relativos, esta renta se complementa con renta financiera que proviene de la exposición a la inflación, de la tenencia y de los intereses que se obtienen de colocaciones de dinero en instrumentos financieros, y de intereses por créditos otorgados por la firma a sus clientes.

Por ello pueden darse situaciones donde la renta operativa no sea significativa, lo cual en contextos de inflación normal es ineficiente, pero que sin embargo con inflación a través del manejo de la cartera de activos y pasivos que hacer el responsable de finanzas, esa renta operativa sea complementada con renta que proviene de los intereses activos y pasivos, con renta que proviene del calce entre activos y pasivos monetarios, y con renta que proviene del calce entre activos y pasivos en moneda extranjera en contextos de devaluación.

La renta financiera puede estar influenciada por la inflación, por la devaluación y por los intereses reales.

A continuación trataremos en detalle la manera de cálculo de cada uno de ellos.

#### **3.3.2.1. Efecto Inflación: Activos y Pasivos Monetarios**

Como describimos, en el caso de economías con contexto inflacionario, el entorno le otorga más visibilidad al manejo de activos y pasivos que puede hacer el gerente o director financiero, de manera análoga al que haría un administrador de portafolio de instrumentos financieros.

A este efecto hacemos la distinción entre activos monetarios y activos no monetarios (o reales), y pasivos monetarios y no monetarios (o reales). En contextos de

inflación alta, los activos reales tales como equipamiento, inventarios u otros tienden a mantener su valor real (neto de amortizaciones y depreciaciones por uso), mientras que los activos monetarios (tales como dinero en efectivo, depósitos bancarios o créditos por ventas) ven erosionados su valor por efectos de la inflación. El efecto inverso procede en el caso de los pasivos monetarios, donde la inflación provoca una erosión en su valor real y por ende beneficia al deudor.

Los activos y pasivos monetarios expresan su valor en términos nominales y no poseen mecanismos de ajustes de precios en contextos inflacionarios. La protección proviene de la posibilidad de incluir cláusulas de ajuste (que en general son imperfectas, tales como que el valor de un crédito se ajuste por el valor de los bienes que se venden o el índice de inflación, lo cual no es posible con el dinero en efectivo) o de cobrar intereses en el caso de los activos. En el caso de los pasivos el acreedor puede buscar protegerse de la misma manera. Sin embargo a los efectos de nuestros postulados, los intereses serán considerados como parte del diferencial de intereses (RINT)”.

El cálculo de la incidencia de la inflación dentro del “efecto portafolio” provendrá del calce o tenencia relativa entre los activos monetarios y pasivos monetarios durante el período de análisis. Si la tenencia promedio de activos monetarios es mayor a la tenencia promedio de pasivos monetarios, el efecto portafolio es negativo para el tenedor, ya que lo que gana en promedio por la licuación de los pasivos monetarios por efecto de la inflación, lo pierde más que en exceso por la tenencia de activos monetarios. Distinto es el caso si sucede lo contrario, donde el stock promedio de pasivos monetarios supera la de activos monetarios. Una aproximación de cálculo puede darse a través del siguiente proceso. Primero definimos los activos monetarios (AM) y los pasivos monetarios (PM) dentro de la hoja de balance. En segundo lugar calculamos el calce (CM) para cada mes  $t$  en el último ejercicio anual entre el activo monetario y el pasivo monetario:

El efecto inflación será negativo (pérdida) en la medida que el activo monetario promedio sea mayor al pasivo monetario promedio.

Obviamente que la asignación puede estar limitada por las posibilidades de negociación y por las necesidades operativas, pero no queda duda que pasivos

monetarios que financian activos no monetarios terminan beneficiando de manera financiera al negocio, y viceversa.

### **3.3.2.2. Efecto Tenencia: Activos y Pasivos con Ajuste Propio de Precios**

El segundo componente que integra la renta financiera viene dado por el efecto de la tenencia de activos y pasivos que poseen mecanismos de ajuste de precios propios (tales como activos y pasivos denominados en moneda extranjera, acciones, otros instrumentos financieros e inventarios).

De manera similar a la diferencia entre activos y pasivos monetarios y no monetarios donde la inflación provoca un cambio en los precios relativos entre bienes monetarios y no monetarios, y por ende genera efectos de ganancias o pérdidas entre los activos y pasivos que poseen precios propios (porque tienen variable de ajuste de precios tales como el tipo de cambios en activos y pasivos denominados en moneda extranjera, o precio de ventas en el caso de inventarios), en este tipo de activos o pasivos la ganancia o pérdida proviene de la diferencia en el cambio de su precio con respecto a la evolución del índice general de precios (inflación).

De esta forma por ejemplo en el caso de activos y pasivos en moneda extranjera, si el tipo de cambio se deprecia a una tasa mayor que la tasa de inflación, se produce una ganancia por tenencia en los activos en moneda extranjera, y una pérdida en los pasivos; de similar manera si el precio de costo de los bienes de inventario que se comercializan sube a una tasa mayor que la tasa de inflación, la empresa genera una ganancia financiera por tenencia por los inventarios promedios; y procede de igual manera en el caso de instrumentos financieros como acciones con cotización pública o bienes de largo plazo con precios de mercado.

El resultado por tenencia proviene:

- del calce promedio entre los activos y pasivos denominados en moneda extranjera y de la evolución relativa del tipo de cambio respecto de la inflación; - del calce promedio de inventarios (ajustado por pasivos cuyo valor se ajusta por el precio de costo de

inventarios) y de la evolución relativa del precio de costo de los bienes de cambio respecto de la inflación;

- de las tenencias promedios de instrumentos financieros con cotización pública y de la evolución relativa en el período bajo análisis del precio de estos instrumentos y de la tasa de inflación;

- del calce promedio de activos y pasivos de largo plazo con precios de mercado (tales como inmuebles, rodados, etc.,)

En contextos de estabilidad, los precios del tipo de cambio y de los bienes de cambios no fluctúan de manera drástica o periódica; sin embargo en contexto de incertidumbre si lo hace, y si la tenencia promedio de activos en moneda extranjera es mayor a la tenencia promedio de pasivos en moneda extranjera, el efecto portafolio que surge de la depreciación del tipo de cambio nominal es positivo para los activos, y negativo para los pasivos; de modo inverso sucede si la tenencia promedio de pasivos en moneda extranjera es mayor a la de activos, en consecuencia frente a una devaluación o depreciación del tipo de cambio relevante el efecto es negativo, e inclusive puede afectar y destruir cualquier tipo de ganancia o renta que surja como consecuencia de los aspectos operativos. En el caso de los inventarios el efecto se verifica de manera similar.

La conformación de la cartera de activos y de pasivos en moneda local y extranjera, en la tenencia de inventarios y su calce frente a pasivos que ajustan por el precio de dichos bienes, en la tenencia de instrumentos financieros, y en el portafolio de bienes de largo plazo con ajuste propio de precios.

Como ya vimos al analizar en el caso de la inflación, esta asignación o conformación de cartera puede exceder los aspectos operativos del negocio y del objeto social de la firma para transformarse en una colocación concreta de recursos, al igual que en un portafolio de instrumentos financieros.

También en este caso la asignación de portafolio podrá estar limitada por las posibilidades de negociación y por las necesidades operativas, pero no queda duda que

frente a una devaluación, el calce entre activos y pasivos denominados en moneda extranjera o las existencias de inventarios pueden proveer de ganancias o pérdidas adicionales a la gestión operativa del negocio.

A modo de ejemplo, el hedging o cobertura que maximiza ganancias por renta financiera en contextos inflacionarios y con devaluación provendría de estar long o “comprado” en moneda extranjera (por ejemplo dólares estadounidenses) y short o “vendido” en moneda local (en la forma de crédito de proveedores sin cláusula de ajuste).

El procedimiento de cálculo para el resultado por tenencia (RT) es similar a lo descrito para el efecto inflación en el punto anterior, salvo que en lugar de considerar activos y pasivos monetarios y tasa de inflación, se utiliza activos y pasivos que poseen ajuste de precios propios que denominaremos AE y PE respectivamente. La variable de ajuste de precios propia (modificaciones en el tipo de cambio para activos y pasivos en moneda extranjera, variaciones de precios de costo para inventarios y pasivos asociados, y variaciones de precio de cotización para instrumentos de cotización pública como acciones) la denominaremos e.

En este caso el denominado “efecto portafolio” surge como consecuencia de como se conforma la cartera de activos y de pasivos en moneda extranjera, en inventarios, en colocaciones financieras con cotización pública y en bienes de largo plazo con precios propios. También en este caso la asignación puede estar limitada por las posibilidades de negociación y por las necesidades operativas

### **3.3.2.3. Efecto Intereses: Activos que generan intereses financieros**

Finalmente dentro de los elementos que consideramos a los efectos de la medición de renta financiera en la gestión de la empresa, incluimos los intereses financieros que se cobran principalmente en los créditos a clientes.

El objetivo empresarial al explotar cualquier oportunidad de negocio es la de generar ingresos monetizando las necesidades de los clientes dada la propuesta de valor.



Estos ingresos operativos, netos de los gastos operativos y de los impuestos proporcionan una renta que es la retribución financiera a la inmovilización de recursos. La inmovilización de recursos en la forma de activos procede con el objetivo de proveer a las necesidades operativas del negocio (se inmoviliza disponibilidades y depósitos bancarios para facilitar transacciones y por ende facilitar ventas; se inmovilizan recursos en la forma de inventarios para contar con una variedad que les permita a los clientes escoger en tiempo y forma lo que desean comprar; se inmovilizan recursos en la forma de créditos a los clientes para estimular las ventas dadas las prácticas de negocios; se inmoviliza en equipamientos, rodados, inmuebles. etc. para cumplir el mismo objetivo, facilitar las ventas).

Esta retribución financiera que surge de la gestión operativa del negocio es luego comparada con el costo de capital para evaluar si el negocio genera valor a la luz de oportunidades de inversión alternativas.

Las necesidades de financiamiento de la inversión pueden ser satisfechas a través del endeudamiento y de los aportes de capital de los accionistas (que incluye la reinversión de ganancias).

En el caso del endeudamiento, habrá pasivos o deudas gratuitos (es decir que no devengan intereses) y onerosos (que devengan intereses, sea explícitos o implícitos); pueden ser deudas fiscales, laborales, financieras, comerciales y otros. Ya hemos visto que el costo de capital incluye los intereses de los pasivos o deudas, donde el pasivo de corto plazo es neteado del activo de corto plazo para dar lugar al cálculo del capital de trabajo que constituye uno de los elementos integrantes de la inversión inmovilizada.

Los pasivos onerosos requieren de una contraprestación en términos de intereses, y por otro lado los accionistas tienen una expectativa de ganancia por su aporte de capital.

En contextos de estabilidad, los créditos a los clientes no conllevan intereses financieros. Sin embargo en entornos inflacionarios con restricción de acceso al crédito, El financiamiento a clientes puede incluir un cargo por intereses, que denominamos intereses activos (frente a intereses pasivos, que paga la empresa por su endeudamiento,

y que están incluidos en el costo del capital).

En este caso, la renta que obtiene la empresa no será solo operativa por el margen de ganancias, sino también financiera por los intereses que se cobran por el crédito otorgado, lo que denominamos Renta por intereses (RINT).

Los intereses que provienen de colocaciones en depósitos bancarios e instrumentos financieros serán parte integrante también del efecto descripto.

A la empresa le conviene inmovilizar recursos con fines de obtener renta operativa de las actividades de negocios que mejor desarrolla; sin embargo en contextos inflacionarios, con inestabilidad y con restricciones de acceso a los mercados de créditos, la renta de colocaciones alternativas puede ser significativa, donde cada empresa puede adoptar la actividad de intermediación e inversión financiera como una actividad de negocios adicional generadora de recursos, adicionalmente a la renta operativa propia del objeto de la compañía.

En estos casos las decisiones de negocios conllevan un trade off entre los aspectos operativos y los aspectos financieros. A modo de ejemplo, la empresa puede tener inventarios, y desea liquidar los mismos. Para venderlos con mayor rapidez, baja el precio, lo que significa sacrificar margen operativo de ganancias; sin embargo gracias a esa baja de precios se saca parte del inventario que no rota de encima, y le ingresa dinero en efectivo, que reemplaza a un crédito que podría haber tomado (con sus respectivos intereses) o a aportes de los accionistas (con su expectativa de ganancia).

Este trade off entre los aspectos operativos y financieros adquiere más relevancia cuando hay inflación, inestabilidad y restricciones de los mercados de crédito.

La distinción entre aspectos operativos y financieros debe quedar reflejada siempre en los registros contables, para que los intereses activos queden dentro del “efecto portafolio”.

Resulta conveniente efectuar la aclaración de que puede darse que una empresa tiene un precio de lista de sus productos y con ese precio vende a plazo; sin embargo, si

el cliente paga al contado, la empresa le hace un descuento; en los registros la transacción quedará reflejada como una venta con un margen de ganancias operativo menor; esta interpretación sería incorrecta, ya que en realidad el precio de contado es el verdadero precio por el cual se debieran medir márgenes de ganancia operativas, mientras que el precio de lista incluye intereses por financiamiento.

A los efectos prácticos, todo es ganancia, pero a los efectos de la fuente de generación de renta, dado una lista de precios por ventas a plazo, estos contienen una parte de la ganancia que proviene del margen operativo y la otra parte proveniente del RINT.

Este tipo de distinciones debiera ayudar lograr una mayor gestión en contexto de inflación.

Ahora bien por lo descripto anteriormente las empresas en estos contextos no solo deben mirar su rentabilidad operativa que es la básica que le da sustento al negocio sino también cobra vital importancia la renta financiera.

Muchas veces las compañías, sobre todo en empresas familiares o pequeñas y medianas, por no aumentar sus costos laborales no invierten en profesionales idóneos que le permitan maximizar la renta financiera desperdiciando grandes oportunidades para hacer crecer sus empresas.

También en estos contextos según lo creciente y alta que sea la tasa de inflación no administrar bien el costado financiero de la compañía puede traer serios problemas e incluso complicar hasta la renta operativa.

Cuando los índices que marcan la cantidad de días que estoy cobrando se amplían y se achican los plazos que los proveedores nos otorgan marca la primer señal de alarma que en estos contexto puede, de extenderse en el tiempo, provocar graves desequilibrios.

### **3.4 Inversión Productiva**

En concordancia con lo expusimos anteriormente pasamos a detallar otra oportunidad de incrementar la renta financiera que tuvieron las distintas empresas que se presentó a partir del segundo semestre del año 2012.

Esta fuente adicional de financiamiento que a partir de Junio de 2012 el Banco Central de la República Argentina a través de la Com. A 5379 del mes de Julio de 2012 determinó que las Entidades Financieras debían otorgar préstamos a la Inversión Productiva por el monto equivalente al 5% de sus saldos de depósitos del sector Privado no Financiero.

La tasa fijada para este tipo de préstamos fue del 15,25 % (posteriores semestres 15,01%), convengamos que la tasa promedio del sistema en plazos fijos en ese período rondaba el 12,5 % claramente si a este valor le sumamos todos los costos que poseen los Bancos entendemos que este tipo de préstamos fueron dados a tasa real negativa. El plazo establecido para este tipo de préstamos era de 36 meses promedio ponderado.

Sin duda esto fue una fuente adicional muy beneficiosa para las compañías dado que sin realizar demasiados artilugios financieros tuvieron la posibilidad de recibir a tasas muy beneficiosas y efectuar un crecimiento de sus firmas.

De la totalidad de pesos a prestar por el Sistema Financiero el 50% debiera ser destinado al sector de Mi Pymes.

Si comparamos la Tasa impuesta con el IPC del año 2012 vemos que el IPC estuvo alrededor del 10%, siendo la inflación real calculada por consultoras privadas del 23,5%.

Claramente aquellas compañías que decidieron endeudarse a esta tasa de interés se ven beneficiadas dado que están pagando una tasa negativa para hacerse de fondos que bien utilizados pueden redundar en mayores ingresos para sus empresas. O sea en una mayor renta financiera que se da en este contexto inflacionario.

El BCRA continuó semestre a semestre hasta la actualidad renovando semestralmente el Régimen Informativo de Inversión Productiva siendo para el segundo semestre del año 2015 la tasa de 18,00% establecido por la Com. A 5771 (primer semestre del 2015 fue de 19,00%) e introduciendo distintas modificaciones como por ejemplo ir aumentando el cupo de préstamos a Mi pymes del 50% al inicio del régimen al 100% en el presente, permitir incorporar los cheques de pagos diferidos como parte del monto otorgado en financiaciones, también los préstamos hipotecarios entre otras.

Los montos asignados a préstamos por Inversión Productiva desde su inicio en el segundo semestre del año 2012 hasta julio 2015 superan los 150.000 millones de pesos

La utilización de esta modalidad concuerda perfectamente con el trabajo comentado de José Dapena donde como ya detallamos demuestra a través de la utilización de los distintos portfolios de la compañía como generan aparte de la renta operativa la renta financiera

La situación previa al lanzamiento del nuevo Régimen de Inversión productiva con el objetivo de generar inversiones y por consecuencia nuevos puestos laborales era según un estudio elaborado por el Instituto de Pensamiento y Políticas Públicas, en 2003 la tasa de empleo creció incluso por encima del PBI, pero luego esa relación se deterioró significativamente. El informe coordinado por los economistas Claudio Lozano y Tomás Raffo concluye, sobre la base de datos oficiales, que entre 2003 y 2006 se crearon 7 de cada 10 empleos generados en los últimos 9 años, que fueron 4.185.252.

La causa de la desaceleración que se dio a partir de 2007, señalan los economistas, es que durante los años previos no se hicieron inversiones que permitieran adecuar y ampliar las estructuras de producción en forma significativa, sumado al incremento del equilibrio fiscal, monetario y del sector externo.

El tema de la incertidumbre generada por una inflación creciente, por un incremento en el déficit fiscal y una disminución del superávit comercial sin duda desalienta todo tipo de inversiones y a su vez no atrae inversiones externas tener un

dólar oficial al que no se puede acceder y un dólar “blue” o paralelo con un brecha de más del 50%

No será más productivo para todo el conjunto de la sociedad atacar las causas que generan la inflación que su tasa se reduzca y que las Entidades financieras puedan dar crédito a tasas normales sin ninguna imposición del Estado y no a las que hoy prestan que en el caso de Préstamos Hipotecarios ronda el 25% (los cuales representan menos del 5% de los préstamos otorgados del Sector Privado) y en el caso de préstamos personales se acerca a una tasa del 50%, los mismos representan el 30% de los préstamos al sector privado.

A su vez si se generan las condiciones para atraer inversiones y se establece un tipo de cambio más competitivo dado que la inflación acumulada ronda el 100% en los últimos 4 años y el tipo de cambio sólo se aprecia en un 60% generando un atraso cambiario posibilitando el ingreso de divisas que permitan ir saliendo del cepo cambiario y se generan condiciones para la baja de la tasa de inflación las entidades van a terminar prestando a tasas cada vez más adecuadas para los inversores.

En Cuadro II se detalla el desarrollo del préstamo y la colocación del mismo a la tasa actual de un plazo fijo digital. (Cuadro III)

### **3.5 Análisis de un proyecto de inversión en contextos inflacionarios**

Ahora vamos a analizar una inversión concreta hoy disponible que obviamente en estos contextos se dificulta no sólo su análisis sino su concreción.

La persona o empresa que tiene fondos disponibles que pudiera dedicar estos fondos a realizar un emprendimiento que genere puestos de trabajo se ve afectada por un contexto de restricción cambiaria y una tasa de inflación de alrededor de un 25%.

Analizaremos cual será el rendimiento mínimo requerido por los inversores dado que obviamente tiene mucho más riesgo que una inversión en un plazo fijo o en divisas extranjeras en el mercado marginal.

#### **3.5.1 Las Franquicias**

Dado que vamos a analizar un proyecto de inversión bajo el Sistema de Franquicias, desarrollamos a continuación la definición y componentes de un contrato de este tipo.

La franquicia es un tipo de contrato utilizado en el comercio mediante el cual una parte llamada franquiciador cede a otra llamada franquiciado la licencia de una marca para su explotación comercial así como los métodos, procedimientos y tecnología a cambio de pagos periódicos.

La franquicia consiste en aprovechar la experiencia de una empresa ya posicionada que ha conseguido una ventaja competitiva destacable y un gran reconocimiento en el mercado. Dicha ventaja puede consistir en una marca de prestigio, productos o métodos patentados o, simplemente, un profundo conocimiento del negocio que le hace conocedor de la fórmula de obtener beneficios. Mediante el contrato de franquicia, el franquiciador se compromete a transmitir parte de esos valores al franquiciado y éste consigue una sensible reducción de los requisitos de inversión así como el riesgo, puesto que trabaja sobre algo que ya es conocido y que ha tenido experiencia.

### **3.5.2 Método del valor presente**

Sin duda el método del valor presente es el que mejores resultados arroja para poder determinar si una inversión es viable y merece realizarse o debe ser descartada, si bien visualmente el dato de la Tasa Interna de Rendimiento suele ser más requerido y más ilustrativo en muchos casos.

Hay dos teorías cuando debemos calcular el valor presente de los flujos de efectivo generados por un proyecto de inversión en contextos inflacionarios

La primera de ella incluye directamente la tasa de inflación en el descuento de los flujos utilizando la siguiente fórmula:

$$VP = -X + \sum_{N=1}^K \frac{Fn}{(1+i)^n} \quad \text{EC (1)}$$

- 1) La tasa de descuento se eleva para incorporar un elemento atribuible a la inflación y el flujo estimado es eventualmente elevado.

Si  $R$  es la tasa promedio de inflación anual los flujos de fondos futuros en situación de inflación ( $Mn$ ) serán calculados de la siguiente forma:

$$Mn = Fn (1 + r)^n$$

Sustituyendo  $Fn$  en la fórmula del valor presente:

$$VP = -X + \sum_{N=1}^K \frac{Mn (1+R)^n}{(1+i)^n}$$

En donde  $Mn$  es el flujo de efectivo considerando un nivel de inflación  $R$ .

Cada flujo de fondos se somete a un “descuento inflacionario” correspondiente al año de ocurrencia además del descuento de la rentabilidad requerida.



Donde:

Mn = Flujo de efectivo después de impuestos considerando un índice de inflación en el período n

i = tasa de rentabilidad

R = Tasa promedio de inflación

X= Inversión Inicial

N = Número de años de vida del proyecto.

Como se puede apreciar se convierte a términos reales la serie de flujo de efectivo que originalmente estaba expresada en términos monetarios.

Obviamente para el analista de inversiones la tasa de inflación R es un dato brindado por las instituciones económicas.

La segunda teoría incluye directamente una prima por el contexto inflacionario que eleva la tasa a la cual los flujos son actualizados

Esta es la más utilizada académicamente y podemos resumirla en la siguiente fórmula

$$VP = - X + \sum \frac{M}{(1+r^{\wedge})^n}$$

Mn = Flujo de fondos después de impuestos para el período n

i = tasa de rentabilidad

r<sup>∧</sup> = Tasa de interés real indexada a la inflación

X= Inversión Inicial

N = Número de años de vida del proyecto.

Será la descripta la utilizada para evaluar el proyecto de inversión que pasamos a describir

### **3.5.3 Desarrollo del proyecto de inversión**

El proyecto que detallamos a continuación se trata de una franquicia de una empresa que se dedica a la fabricación de productos alimenticios.

La misma fue fundada en la década del '40 por los abuelos del actual dueño y aparte de la venta al público con lo cual comenzó el negocio fue incorporando el reparto a domicilio, y posteriormente incorporando el segmento de restaurant y hoteles.

La filosofía imperante desde los comienzos fue brindar el mejor producto artesanal sin conservantes respetando siempre los estándares de calidad y respetando la excelencia en el servicio al público.

En los últimos años la incidencia de la venta al público pasó de ser el segmento, en décadas pasadas, más importante dejando su lugar a la venta en hoteles y restaurants.

El incremento en esta última década se dio en el segmento detallado teniendo acceso a los principales hoteles del país y teniendo presencia en las principales ferias gastronómicas que se desarrollan en nuestro territorio.

A su vez actualmente, y para poder abastecer a los futuros franquiciados, se amplió la planta de producción en un sector de un parque industrial con una superficie de 2000 m<sup>2</sup>.

La nueva planta se encuentra equipada con un equipo de frío de última tecnología lo que permite que el producto fresco sea congelado en el menor tiempo posible evitando el acceso de cualquier bacteria que lo pudiera afectar.

Con esta planta y el equipo de frío con la que cuenta se busca llegar con la producción de productos congelados al interior del país.

Actualmente se abrió la primera franquicia en el interior y se han abierto una serie de franquicias en el Área metropolitana.

Si bien el objetivo para el año entrante es incrementar las bocas de expendio a través de la apertura de al menos 20 franquicias más, se está empezando a trabajar en un proyecto que apunta al Comercio Exterior.

Para ello ya se encuentran homologados los productos que permiten su exportación y se continuará con el desarrollo de marca durante el año 2015 que permita conseguir inversores externos que les interese los distintos productos de la marca.

A continuación detallamos los requerimientos de capital mínimos que se precisan para la instalación de una franquicia y los rendimientos que se estiman de la misma en un proyecto a 3 años.

Para el análisis del mismo planteamos tres escenarios con inflaciones entre el 5 y el 15 % y una tasa de corte de inversión alternativa en Plazo Fijo del 25%

### **Datos del Proyecto**

#### **CONTRATO FRANQUICIA**

|   |               |
|---|---------------|
| Derecho Inicial (1)                                     | 0             |
| Gtos administrativos y de contrato (no incluye sellado) | 20,000        |
| <b>Total Contrato Franquicia</b>                        | <b>20,000</b> |

#### **ESPECIFICO DE LA ACTIVIDAD**

|  |               |
|--|---------------|
| Equipamiento y mobiliario (2)              | 68,500        |
| Imagen corporativa (carteles)              | 20,000        |
| <b>Subtotal específico de la actividad</b> | <b>88,500</b> |

#### **COMUN A OTRA ACTIVIDAD COMERCIAL**

|                                  |               |
|----------------------------------|---------------|
| Uniformes                        | 3,000         |
| Registradora fiscal              | 5,000         |
| Equipamiento y mobiliario (3)    | 20,000        |
| Aire Acondicionado               | 5,000         |
| <b>Subtotal comunes comercio</b> | <b>33,000</b> |

#### **OTRAS INVERSIONES**

|   |                |
|---|----------------|
| Fondo para promoción y propaganda (solo inicio) | 5,000          |
| Subtotal Otras                                  | 5,000          |
| <b>TOTAL INVERSION INICIAL</b>                  | <b>146,500</b> |

#### **(2) EQUIPAMIENTO Y MOBILIARIO**

|   |               |
|---|---------------|
| 1 Heladera vitrina                        | 13,000        |
| 1 Heladera tipo almacenera/bajo mesada    | 15,000        |
| 2 Exhibidores verticales baja temperatura | 24,000        |
| 1 Freezer "Ramos" en comodato             | 0             |
| 1 pozo freezer                            | 12,000        |
| 1 Mesa de trabajo de acero inoxidable     | 4,500         |
| <b>Total</b>                              | <b>68,500</b> |

#### **(3) EQUIPAMIENTO Y MOBILIARIO**

|                                    |               |
|------------------------------------|---------------|
| Mostrador                          | 15,000        |
| Utensilios de trabajo + varios (4) | 5,000         |
| <b>Total</b>                       | <b>20,000</b> |

(4) incluye: cucharones, porta bobina papel, porta números turno, fuentes, bandejas exhibidoras, exhibición pastas de utilería, etc.

Nota: los valores fueron relevados de datos de mercado a Octubre 2013

(1) Tiene un valor de \$ 50,000. Dicho monto estará bonificado para los primeros 10 contratos

### Cálculo del Beta Desapalancado

**Beta con deuda= Beta sin deuda \* (1+ D^(1-t)/E)**

| <b>Empresas</b>                | <b>Beta</b> | <b>D/E</b> | <b>t</b>        | <b>Beta desapalancada</b> |
|--------------------------------|-------------|------------|-----------------|---------------------------|
| Adecoagro S.A.                 | 1,21        | 2,30%      | 28,80%          | 1,19                      |
| Alico Inc                      | 1,05        | 34,29%     | 40,00%          | 0,87                      |
| Archer Daniels Midland Company | 1,2         | 39,15%     | 40,00%          | 0,97                      |
| Bunge Ltd                      | 0,54        | 29,59%     | 40,00%          | 0,46                      |
| Campbell Soup                  | 0,86        | 26,81%     | 40,00%          | 0,74                      |
| Conagro Foods Inc              | 0,23        | 21,29%     | 40,00%          | 0,20                      |
| General Mills                  | 0,75        | 27,87%     | 40,00%          | 0,64                      |
| Henz Company                   | 0,21        | 25,34%     | 40,00%          | 0,18                      |
| Ingredion Inc                  | 1,04        | 35,57%     | 40,00%          | 0,86                      |
| Kellogg                        | 0,81        | 29,80%     | 40,00%          | 0,69                      |
| Tyson foods                    | 0,45        | 18,93%     | 40,00%          | 0,40                      |
|                                |             |            | <b>Promedio</b> | <b>0,66</b>               |

**ESCENARIO MEDIO**

| <b>Concepto</b>                           | <b>Año 0</b>    | <b>Año 1</b>   | <b>Año 2</b>   | <b>Año 3</b>  |
|---|-----------------|----------------|----------------|---------------|
| Inversion Inicial                         | -146.500        |                |                |               |
| Ingresos                                  |                 | 1.800.000      | 1.890.000      | 1.984.500     |
| Costo de Ventas                           |                 | -1.125.000     | -1.181.250     | -1.240.313    |
| Costos Grales y gastos administrativos    |                 | -264.000       | -316.800       | -380.160      |
| Costos de distribución                    |                 | -60.000        | -70.800        | -83.760       |
| Gastos de publicidad                      |                 | -36.000        | -37.800        | -39.690       |
| Gastos de Alquiler                        |                 | -144.000       | -144.000       | -144.000      |
| Gastos de Mantenimiento                   |                 | -9.350         | -11.220        | -13.464       |
| <b>Subtotal Flujo de Fondos</b>           | <b>-146.500</b> | <b>161.650</b> | <b>128.130</b> | <b>83.114</b> |
| Impuestos 35%                             |                 | -56.578        | -44.846        | -29.090       |
| <b>Total Flujo de Fondos del Proyecto</b> | <b>-146.500</b> | <b>105.073</b> | <b>83.285</b>  | <b>54.024</b> |

**TIR** 34%  
**VAN** 21.889

**ESCENARIO OPTIMISTA**

|   | <b>Año 0</b>    | <b>Año 1</b>   | <b>Año 2</b>   | <b>Año 3</b>   |
|---|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| Inversión Inicial                         | -146.500        |                |                |                |
| Ingresos                                  |                 | 1.800.000      | 1.980.000      | 2.178.000      |
| Costo de Ventas                           |                 | -1.125.000     | -1.237.500     | -1.361.250     |
| Costos Grales y gastos administrativos    |                 | -264.000       | -316.800       | -380.160       |
| Costos de distribución                    |                 | -60.000        | -70.800        | -83.760        |
| Gastos de publicidad                      |                 | -36.000        | -39.600        | -43.560        |
| Gastos de Alquiler                        |                 | -144.000       | -144.000       | -144.000       |
| Gastos de Mantenimiento                   |                 | -9.350         | -11.220        | -13.464        |
| <b>Total de Flujo de Fondos</b>           | <b>-146.500</b> | <b>161.650</b> | <b>160.080</b> | <b>151.806</b> |
| Impuestos 35%                             |                 | -56.578        | -56.028        | -53.132        |
| <b>Total Flujo de Fondos del Proyecto</b> | <b>-146.500</b> | <b>105.073</b> | <b>104.052</b> | <b>98.674</b>  |

**TIR** 49%  
**VAN** 121.006

**ESCENARIO PESIMISTA**

|   | <b>Año 0</b>    | <b>Año 1</b>   | <b>Año 2</b>  | <b>Año 3</b>   |
|---|-----------------|----------------|---------------|----------------|
| Inversión Inicial                         | -146.500        |                |               |                |
| Ingresos                                  |                 | 1.800.000      | 1.710.000     | 1.624.500      |
| Costo de Ventas                           |                 | -1.125.000     | -1.068.750    | -1.015.313     |
| Costos Grales y gastos administrativos    |                 | -264.000       | -316.800      | -380.160       |
| Costos de distribución                    |                 | -60.000        | -70.800       | -83.760        |
| Gastos de publicidad                      |                 | -36.000        | -34.200       | -32.490        |
| Gastos de Alquiler                        |                 | -144.000       | -144.000      | -144.000       |
| Gastos de Mantenimiento                   |                 | -9.350         | -11.220       | -13.464        |
| <b>Subtotal Flujo de Fondos</b>           | <b>-146.500</b> | <b>161.650</b> | <b>64.230</b> | <b>-44.687</b> |
| Impuestos 35%                             |                 | -56.578        | -22.481       | 15.640         |
| <b>Total Flujo de Fondos del Proyecto</b> | <b>-146.500</b> | <b>105.073</b> | <b>41.750</b> | <b>-29.046</b> |

**TIR** -26%  
**VAN** -37.066



**CUADRO I**

**Finanzas Personales - Rendimientos de las opciones de inversión**

| <b>Año</b>       | <b>P. Fijo</b> | <b>F. Fin.</b> | <b>Dólar</b> | <b>Merval</b> | <b>CPD</b> | <b>IPC</b> |
|------------------|----------------|----------------|--------------|---------------|------------|------------|
| <b>Dic. 2002</b> | 10.000         | 10.000         | 10.000       | 10.000        | 10.000     | 10.000     |
| <b>2003</b>      | 11.151         | 11.262         | 10.141       | 20.420        | 11.510     | 10.366     |
| <b>2004</b>      | 11.923         | 11.736         | 10.337       | 26.200        | 12.236     | 10.998     |
| <b>2005</b>      | 11.923         | 12.284         | 10.467       | 29.399        | 13.065     | 12.354     |
| <b>2006</b>      | 12.636         | 13.148         | 10.745       | 39.813        | 14.408     | 13.570     |
| <b>2007</b>      | 13.608         | 14.302         | 11.777       | 40.989        | 16.145     | 15.805     |
| <b>2008</b>      | 15.132         | 16.142         | 12.947       | 20.567        | 18.754     | 18.529     |
| <b>2009</b>      | 16.972         | 18.375         | 13.557       | 44.209        | 22.064     | 21.715     |
| <b>2010</b>      | 18.584         | 20.422         | 14.674       | 67.122        | 25.137     | 26.693     |
| <b>2011</b>      | 20.566         | 22.967         | 16.768       | 46.912        | 28.941     | 32.435     |
| <b>2012</b>      | 23.208         | 26.435         | 22.226       | 54.378        | 34.172     | 39.519     |
| <b>2013</b>      | 26.737         | 31.062         | 29.072       | 102.525       | 41.358     | 49.377     |
| <b>2014</b>      | 27.294         | 31.761         | 29.072       | 186.838       | 42.392     | 66.659     |

**CUADRO II**

**Préstamo de Inversión Productiva**

**Sistema de Amortización** Francés  
**Plazo de gracia** 1 año  
**Capital** 146500  
**Tasa** 19%

| Cuota Nº | Amortización | Intereses    | Cuota Total  | Capital Residual |
|----------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| 1        |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 2        |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 3        |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 4        |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 5        |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 6        |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 7        |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 8        |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 9        |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 10       |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 11       |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 12       |              |              | \$ 0,00      | \$ 146.500,00    |
| 13       | \$ -5.065,28 | \$ -2.319,58 | \$ -7.384,86 | \$ 141.434,72    |
| 14       | \$ -5.145,48 | \$ -2.239,38 | \$ -7.384,86 | \$ 136.289,24    |
| 15       | \$ -5.226,95 | \$ -2.157,91 | \$ -7.384,86 | \$ 131.062,29    |
| 16       | \$ -5.309,71 | \$ -2.075,15 | \$ -7.384,86 | \$ 125.752,58    |
| 17       | \$ -5.393,78 | \$ -1.991,08 | \$ -7.384,86 | \$ 120.358,80    |
| 18       | \$ -5.479,18 | \$ -1.905,68 | \$ -7.384,86 | \$ 114.879,62    |
| 19       | \$ -5.565,94 | \$ -1.818,93 | \$ -7.384,86 | \$ 109.313,69    |
| 20       | \$ -5.654,06 | \$ -1.730,80 | \$ -7.384,86 | \$ 103.659,62    |
| 21       | \$ -5.743,59 | \$ -1.641,28 | \$ -7.384,86 | \$ 97.916,04     |
| 22       | \$ -5.834,53 | \$ -1.550,34 | \$ -7.384,86 | \$ 92.081,51     |
| 23       | \$ -5.926,91 | \$ -1.457,96 | \$ -7.384,86 | \$ 86.154,61     |
| 24       | \$ -6.020,75 | \$ -1.364,11 | \$ -7.384,86 | \$ 80.133,86     |
| 25       | \$ -6.116,08 | \$ -1.268,79 | \$ -7.384,86 | \$ 74.017,78     |
| 26       | \$ -6.212,91 | \$ -1.171,95 | \$ -7.384,86 | \$ 67.804,87     |
| 27       | \$ -6.311,29 | \$ -1.073,58 | \$ -7.384,86 | \$ 61.493,59     |
| 28       | \$ -6.411,21 | \$ -973,65   | \$ -7.384,86 | \$ 55.082,37     |
| 29       | \$ -6.512,72 | \$ -872,14   | \$ -7.384,86 | \$ 48.569,65     |
| 30       | \$ -6.615,84 | \$ -769,02   | \$ -7.384,86 | \$ 41.953,80     |
| 31       | \$ -6.720,59 | \$ -664,27   | \$ -7.384,86 | \$ 35.233,21     |
| 32       | \$ -6.827,00 | \$ -557,86   | \$ -7.384,86 | \$ 28.406,21     |
| 33       | \$ -6.935,10 | \$ -449,76   | \$ -7.384,86 | \$ 21.471,11     |
| 34       | \$ -7.044,90 | \$ -339,96   | \$ -7.384,86 | \$ 14.426,21     |
| 35       | \$ -7.156,45 | \$ -228,41   | \$ -7.384,86 | \$ 7.269,76      |
| 36       | \$ -7.269,76 | \$ -115,10   | \$ -7.384,86 | \$ 0,00          |

### **CUADRO III**

**Plazo fijo renovable de 30 días durante la duración del préstamo**

**Tasa Nominal Anual (TNA)**

**22%**

|    | <b>Capital</b> | <b>Intereses</b> | <b>Total</b> |
|----|----------------|------------------|--------------|
| 1  | 146.500        | 2.686            | 149.186      |
| 2  | 149.186        | 2.735            | 151.921      |
| 3  | 151.921        | 2.785            | 154.706      |
| 4  | 154.706        | 2.836            | 157.542      |
| 5  | 157.542        | 2.888            | 160.431      |
| 6  | 160.431        | 2.941            | 163.372      |
| 7  | 163.372        | 2.995            | 166.367      |
| 8  | 166.367        | 3.050            | 169.417      |
| 9  | 169.417        | 3.106            | 172.523      |
| 10 | 172.523        | 3.163            | 175.686      |
| 11 | 175.686        | 3.221            | 178.907      |
| 12 | 178.907        | 3.280            | 182.187      |
| 13 | 182.187        | 3.340            | 185.527      |
| 14 | 185.527        | 3.401            | 188.928      |
| 15 | 188.928        | 3.464            | 192.392      |
| 16 | 192.392        | 3.527            | 195.919      |
| 17 | 195.919        | 3.592            | 199.511      |
| 18 | 199.511        | 3.658            | 203.169      |
| 19 | 203.169        | 3.725            | 206.894      |
| 20 | 206.894        | 3.793            | 210.687      |
| 21 | 210.687        | 3.863            | 214.549      |
| 22 | 214.549        | 3.933            | 218.483      |
| 23 | 218.483        | 4.006            | 222.488      |
| 24 | 222.488        | 4.079            | 226.567      |
| 25 | 226.567        | 4.154            | 230.721      |
| 26 | 230.721        | 4.230            | 234.951      |
| 27 | 234.951        | 4.307            | 239.258      |
| 28 | 239.258        | 4.386            | 243.644      |
| 29 | 243.644        | 4.467            | 248.111      |
| 30 | 248.111        | 4.549            | 252.660      |
| 31 | 252.660        | 4.632            | 257.292      |
| 32 | 257.292        | 4.717            | 262.009      |
| 33 | 262.009        | 4.803            | 266.813      |
| 34 | 266.813        | 4.892            | 271.704      |
| 35 | 271.704        | 4.981            | 276.685      |
| 36 | 276.685        | 5.073            | 281.758      |

## **4. Conclusión**

Hemos durante este trabajo explicado los distintos conceptos de inflación de cómo la misma se genera, de que tipos podemos detectar, de las consecuencias que genera la misma y a la vez detallando las distintas teorías de cómo combatirlas.

A su vez desarrollamos extensamente cuales son los mecanismos de defensa que tienen los individuos para poder mitigar sus efectos dejando sentado que esto es para aquellos que tienen la posibilidad de ahorrar, dado que quienes utilicen sus ingresos sólo para consumir no tienen ningún paliativo cuando les toca enfrentar estos contextos.

Posteriormente nos introdujimos en las Finanzas corporativas detallando la importancia que adquiere la Renta Financiera en estas situaciones y que en estos períodos no alcanza gestionar bien el negocio sino aprovechar al máximo el resto de los recursos disponibles para obtener una renta adicional.

Es vital en las empresas tener desarrollado un departamento, oficina u persona que se dedique a los temas financieros y esté atento a las condiciones que brinda el mercado porque cuando se producen contextos inflacionarios no se puede improvisar sobre la marcha pues esto redundaría en una pérdida de valor de la compañía.

El trabajo intento exponer varias de las alternativas de inversión con la que cuentan tanto las personas como las compañías para poder defender sus ahorros pero creo que se entiende que habría que evitar desde el Estado la generación de estos contextos y no aceptarlos como naturales de una economía.

Ahora aún con esfuerzo tanto individuos como empresas intentan al menos cubrirse de estos flagelos pero realmente creo que lo que debiéramos como Sociedad entender que no podemos aceptar seguir viviendo cada 10 años períodos donde se generan pérdidas de nuestros activos, disminución de la cantidad de empleos e inversiones que no se realizan por brindarse contextos de elevada incertidumbre.

Ya hemos padecido muchas de estas crisis y sabemos que las consecuencias son un retroceso para la Sociedad toda por lo tanto y a sabiendas que contamos con profesionales altamente capacitados para actuar en estos contextos que tenemos un país con una riqueza inmensa y que puede resurgir rápidamente como lo ha hecho en la

última gran crisis que fue del 2001 no podemos admitir más que nuestros dirigentes cuando se empiezan a desarrollar estos procesos no tomen las medidas necesarias para que el conjunto de los individuos a la larga o a la corta no padezca una nueva crisis.

Durante estos últimos años se ha minimizado el tema con la complicidad del conjunto de la sociedad sin tener en cuenta que esa poca importancia asignada a partir del año 2007 va a determinar en algún momento un ajuste que vamos a sufrir todos.

Cuanto más seamos las personas que dejemos de restarle importancia cuando los índices se empiezan a acelerar y exijamos más prontamente a nuestros dirigentes soluciones al respecto mejores serán las perspectivas que tengamos y cuando eso se logre y nos encontremos en un país previsible económicamente mejor serán las oportunidades de crecimiento para los habitantes del mismo y a su vez los temas cruciales de un Estado como salud , educación y seguridad se podrán encarar con presupuestos y planes a varios años de plazo que permitan mejorar la calidad de vida de las personas y en cuanto a las empresas mejorando la previsibilidad el destino de los flujos de las mismas alimentarán cada vez más inversiones productivas que generen trabajo para todos los habitantes del país.

## **5. Referencias Bibliograficas**

5.1 - Brealey y Myers – Finanzas Corporativas V Edición

5.2 - Datos Estadísticos IPC [www. Indec.gov.ar](http://www.indec.gov.ar)

5.3 - Datos de Tasas de Interés [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

5.4 - José Dapena – FINANZAS CORPORATIVAS: EL “EFECTO PORTAFOLIO”  
EN LA GESTIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA EN CONTEXTOS  
INFLACIONARIOS

5.5 - Lopez Dumrauf – Finanzas Corporativas

5.6 - Phillip Cagan, The Monetary Dynamics of Hyperinflation, in Milton Friedman  
(editor), "Studies in the Quantity Theory of Money", Chicago, University of Chicago  
Press (1956).



## **6. Soporte Electrónico (CD)**

