

Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado

**MAESTRÍA EN FINANZAS**

---

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

---

El impacto de la inflación en la estructura financiera de las  
Empresas Argentinas.

Estudio de casos con escenarios de altos y bajos índices de inflación.

AUTOR: [JACOB MOISES LOZADA GARCIA]

DIRECTOR. [DR. SERGIO LUIS OLIVO]

[ABRIL / 2023]

---

## Índice

|                                                                                       |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Introducción .....                                                                    | 4   |
| Justificación.....                                                                    | 6   |
| Marco Metodológico .....                                                              | 9   |
| Marco teórico .....                                                                   | 12  |
| Las causas y los efectos de la inflación.....                                         | 12  |
| La inflación como problema económico .....                                            | 23  |
| La inflación y su influencia en las empresas.....                                     | 30  |
| <i>Teorías de determinación de la estructura óptima de capital</i> .....              | 36  |
| El proceso inflacionario en Argentina.....                                            | 40  |
| Efectos de la inflación en la información contable: la administración financiera..... | 47  |
| Resultados .....                                                                      | 62  |
| Las empresas de Argentina .....                                                       | 62  |
| La correlación entre la inflación y las principales variables .....                   | 89  |
| La inflación y otras variables reales.....                                            | 127 |
| Discusión.....                                                                        | 131 |
| Conclusiones y Recomendaciones .....                                                  | 136 |
| Referencias bibliográficas .....                                                      | 142 |
| Anexos.....                                                                           | 151 |

## Índice de Tablas

|                                                                    |     |
|--------------------------------------------------------------------|-----|
| Tabla 1: Correlación ARCOR .....                                   | 90  |
| Tabla 4: Variables e indicadores de la empresa TGS.....            | 151 |
| Tabla 5: Variables e indicadores de la empresa Pampa Energía ..... | 152 |
| Tabla 6: Variables e indicadores de la empresa Cresud.....         | 153 |
| Tabla 7: Variables e indicadores de la empresa ARCOR .....         | 153 |
| Tabla 8: Variables e indicadores de la empresa Grupo Ledesma.....  | 154 |
| Tabla 9: Variables e indicadores de la empresa ALUAR .....         | 155 |
| Tabla 10: Variables e indicadores de la empresa BBVA .....         | 156 |
| Tabla 11: Variables e indicadores de la empresa TELECOM .....      | 157 |
| Tabla 12: Variables e indicadores de la empresa PAPEL PRENSA.....  | 158 |
| Tabla 13: Variables e indicadores de la empresa LOMA NEGRA.....    | 159 |
| Tabla 14: Inflación y su variación interanual .....                | 160 |

## Índice de Gráficos

|                                                                                                     |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Gráfico 1: Variables del Estado de Situación Patrimonial ARCOR. Años 2006-2019.....                 | 65 |
| Gráfico 2: Variables del Estado de Resultado e indicadores ARCOR. Años 2006-2019 .....              | 66 |
| Gráfico 3: Variables del Estado de Situación Patrimonial Grupo Ledesma S.A.A.I. Años 2006-2019..... | 68 |

|                                                                                                      |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Gráfico 4: Variables del Estado de Resultado e indicadores Grupo Ledesma S.A.A.I Años 2006-2019..... | 69  |
| Gráfico 5: Variables del Estado de Situación Patrimonial PAMPA ENERGÍA. Años 2006-2019 .             | 70  |
| Gráfico 6: Variables del Estado de Resultado e indicadores PAMPA ENERGÍA. Años 2006-2019 .....       | 71  |
| Gráfico 7: Variables del Estado de Situación Patrimonial Cresud. Años 2006-2019 .....                | 73  |
| Gráfico 8: Variables del Estado de Resultado e indicadores Cresud. Años 2006-2019.....               | 74  |
| Gráfico 9: Variables del Estado de Situación Patrimonial Aluar. Años 2006-2019 .....                 | 75  |
| Gráfico 10: Variables del Estado de Resultado e indicadores Aluar. Años 2006-2019 .....              | 76  |
| Gráfico 11: Variables del Estado de Situación Patrimonial BBVA Argentina. Años 2006-2019 ...         | 78  |
| Gráfico 12: Variables del Estado de Resultado e indicadores BBVA Argentina. Años 2006-2019           | 78  |
| Gráfico 13: Variables del Estado de Situación Patrimonial Telecom Argentina. Años 2006-2019.         | 80  |
| Gráfico 14: Variables del Estado de Resultado e indicadores Telecom Argentina. Años 2006-2019 .....  | 81  |
| Gráfico 15: Variables del Estado de Situación Patrimonial TGS. Años 2006-2019.....                   | 82  |
| Gráfico 16: Variables del Estado de Resultado e indicadores TGS. Años 2006-2019 .....                | 83  |
| Gráfico 17: Variables del Estado de Situación Patrimonial Papel Prensa. Años 2006-2019.....          | 85  |
| Gráfico 18: Variables del Estado de Resultado e indicadores Papel Prensa. Años 2006-2019 .....       | 86  |
| Gráfico 19: Variables del Estado de Situación Patrimonial Loma Negra. Años 2006-2019 .....           | 87  |
| Gráfico 20: Variables del Estado de Resultado e indicadores Loma Negra. Años 2006-2019 .....         | 88  |
| Gráfico 21: Inflación Argentina. Años 2006-2019 .....                                                | 89  |
| Gráfico 22: Liquidez y Endeudamiento de ARCOR .....                                                  | 93  |
| Gráfico 23: Evolución de la tasa de interés real.....                                                | 129 |

## **Introducción**

En el estudio de las Ciencias Económicas se analizan diferentes fenómenos que afectan el proceso de toma de decisiones tanto para los hacedores de políticas públicas como para el caso de los agentes privados. En particular, para este último conjunto, la inflación conforma uno de los principales problemas que enfrentan los argentinos al momento de evaluar el crecimiento. Según Pwc (2020) la inflación siempre lidera el ranking de las variables que de manera constante los empresarios que lideran la actividad productiva de Argentina reclaman por mejoras al gobierno nacional, provincial y municipal que colaborarían con el óptimo desempeño de las actividades.

En Argentina, como en la mayoría de las economías actuales, el sistema económico tiene un carácter mixto, ya que permite no sólo la interacción de los agentes económicos en el mercado, sino también el rol del Estado en la búsqueda de diferentes objetivos específicos. La intervención del Estado en la economía puede justificarse, desde la visión de las finanzas públicas como aquellas políticas, según Stiglitz (2002), que tiendan a corregir y complementar al mercado en algunos aspectos en que por sí solo falla. Esta intervención del Estado se aplica para el cumplimiento de sus tres funciones primordiales de intervención, función de Asignación, función de Estabilización y función de Distribución.

El aumento generalizado y sostenido del nivel de precio de la economía que se mide a través de la evolución del IPC (Índice de Precios del Consumidor) general uno de los impuestos más regresivos de la economía, el impuesto inflacionario que distorsiona el poder adquisitivo de los individuos. A su vez, los efectos nocivos de la inflación también generan cambios en las decisiones de consumo y ahorro, modifican las señales de los precios relativos de los bienes y perjudican los rendimientos de instrumentos financieros si la misma no es tomada en cuenta para la tasa de interés real. En el caso de la economía Argentina, este problema que acucia a los hacedores de políticas públicas

En la definición económica la inflación es el aumento sostenido y generalizado de los precios. Es un fenómeno distorsivo de la moneda local, que se manifiesta en todos los bienes y servicios de la economía de un país. Los perjuicios que genera la inflación afectan a los consumidores y también a las empresas que operan localmente. De manera puntual, se estima que la toma de decisiones de los empresarios, gerentes o dueños de los entes

económicos se ve modificada en contextos de elevada inflación, dificultando el logro de un desarrollo eficiente de las empresas.

En toda economía el contexto inflacionario del país provoca en las empresas condiciones desfavorables; tales como la incertidumbre sobre el adecuado nivel de endeudamiento, la toma de decisiones menos eficientes sobre las inversiones o la distorsión sobre la rentabilidad real y la aparente. Las distorsiones que genera la inflación en el proceso de toma de decisiones de las empresas de un país, en especial para el caso de Argentina que sufrió y continua sufriendo los flagelos en la economía real y privada de sus empresas. Si bien los cambios que ocurren a nivel económico son conocidos en el ámbito económico, en presente investigación se desea indagar respecto de cómo se modificó la situación en un grupo de empresas de Argentina, durante un período de inflación baja o moderada y un período de inflación elevada. La importancia del estudio de esta temática se encuadra dentro del estudio realizado por Fanelli, Bebczuk y Pradelli (2003) donde se observó que la inflación resultó ser uno de los principales motivos por lo que se producen shocks macroeconómicos, que otorgan mayor volatilidad al capital de las empresas y tienen un impacto directo en el acceso al financiamiento.

En sí misma la temática de abordaje de la inflación en su influencia con las empresas argentinas es que se encuentra el aporte realizado por Levy y Hennesy (2007) quienes mencionaron que uno de los principales objetivos que intenta alcanzar cualquier organización es la maximización de su valor económico del mercado. El alcance de este objetivo se obtiene, desde el punto de vista financiero, cuando la organización alcanzara el nivel de apalancamiento óptimo, el cual está estrechamente relacionado con las condiciones macroeconómicas de un país. Esta

La principal intención del abordaje de la inflación desde el aspecto financiero es demostrar cómo el proceso de incertidumbre que se genera con este problema genera que las empresas deban atravesar diferentes desafíos al momento de estimar sus proyecciones a mediano o largo plazo.

En términos macroeconómicos, el conjunto de empresas se puede ver limitado en sus acciones por falta de condiciones para el acceso al crédito, restricciones para actualizar los precios de manera automática, escasas alternativas de inversión que superen las expectativas inflacionarias, etc. Las posibilidades de desarrollo concreto y sostenible de las empresas, no solo le generan beneficios puertas adentro, sino que contribuye al desarrollo

de toda la economía del país, y por lo tanto al incremento del bienestar de la población; a través de la generación de empleos por ejemplo.

### **Justificación**

La inflación es un fenómeno de naturaleza monetaria pero afecta el comportamiento de los mercados reales. En sí mismo es un fenómeno que altera las cuatro funciones del dinero y deteriora el poder adquisitivo del dinero. Las funciones del dinero posteriormente se traducen en una distorsión en otros conceptos. La inflación perjudica a la formación de capital (la inversión), ya que al cambiar los precios de los bienes y servicios constantemente se genera una incertidumbre que no permite evaluar correctamente la rentabilidad de los proyectos de inversión, con lo cual estos son postergados hasta los periodos de estabilidad.

El valor de la tasa de interés y el nivel del PBI pierden toda significación para determinar la inversión, porque estos actúan como determinantes bajo una condición previa, la estabilidad de precios. En una revisión histórica de los fenómenos ocurridos en Argentina, que justifican su estudio se encuentra que, en América Latina en primer lugar, según Neder (2007) se ha denominado a los años 80 como la década perdida, como consecuencia de las políticas macroeconómicas derivadas de la llamada crisis del petróleo y la consiguiente acumulación de endeudamiento externo provocado por préstamos a veces no tan bien evaluados otorgados a la región, potenciados por tasas de interés fuertemente positivas y que cuadruplicaban, en ciertos casos, las tasas de crecimiento del ingreso de las economías de la región.

En esta situación se realizaron ajustes fuertemente recesivos que, no obstante su profundidad, no aseguraban el pago de una deuda desproporcionada respecto del tamaño de las economías. Los planes de ayuda del FMI básicamente, deben asegurar la capacidad de repago de los préstamos externos, es decir, generar excedentes de divisas. Entre 1960 y 1985, la mayoría de los planes de estabilización eran ortodoxos. Se caracterizaron por una “maxidevaluación” que provocaba un proceso inflacionario, una redistribución del ingreso a favor a favor de los bienes transables y en contra de los salarios reales vía incremento de los precios. Por otro lado, se aplicaban políticas monetarias y fiscales restrictivas (políticas de demanda). El objetivo declarado de la implementación de las reformas estructurales señaladas era erradicar la herencia histórica de América Latina, es decir, la pobreza.

El abordaje de la temática particular de la inflación en las empresas de Argentina, tiene su justificación desde la óptica de los diferentes antecedentes de investigaciones que trataron la temática. En primer lugar se encuentra Arévalos (2018) quien analizó la estructura de capital de empresas, en período de alta inflación en Argentina, durante el período 2003-2015. El abordaje de la temática se realizó desde la perspectiva de indagar respecto de cómo la inflación condiciona la estructura de financiamiento en el país. En sí mismo este concepto se tornó en base al histórico padecimiento de Argentina en los procesos inflacionarios. La base sobre el estudio se concentró en la visión de DeAngelo y Masulis (1980) que analizando la oferta y demanda de bonos corporativo de diferentes empresas a nivel internacional observaron que aquellas que presentaban procesos inflacionarios en sus economías presentaban un mayor nivel de endeudamiento.

Otro antecedente lo realizó Lanche Bode (2015) que expone las consecuencias de la inflación en el mercado de capitales de Argentina al cual acceden muchas de las empresas bajo análisis. Por su parte, Martino (2016) desarrolla un estudio de caso sobre el efecto de la inflación en los estados e indicadores financieros de una empresa entre 2009 y 2013 en el país. La inflación puede afectar el desempeño financiero de la empresa, especialmente en lo que respecta a la asignación de financiamiento. Desde la perspectiva de los productores, una mayor inflación resultará en un aumento de los precios de producción en el mercado. Esta condición puede influir en el desempeño de las empresas, por lo que cuanto mayor es la tasa de inflación, menor es el nivel de rentabilidad.

El proyecto diseñado a continuación, es relevante para el área del conocimiento de la Maestría y para la disciplina económica-financiera en general, ya que permitirá cuantificar y comparar los efectos del problema inflacionario en un conjunto de empresas del país, que tienen estructuras y actividades diferentes, pero donde todas necesitan tener certezas y posibilidades concretas de crecimiento.

El desarrollo del caso busca observar de manera empírica la forma en que las empresas hacen uso de las herramientas de endeudamiento y financiamiento en épocas de elevada y baja inflación. Para ello, se seleccionará un abanico de empresas de diferentes sectores económicos que permitan detectar aquellas donde el fenómeno inflacionario afecta más. El acceso a la información económica-financiera pública de la selección de empresas hace posible la investigación en un periodo de tiempo prolongado que abarque momentos

con bajos índices de inflación (años 2006, 2007, 2008) y otros con altos índices de inflación (años 2017, 2018, 2019).

El análisis comparativo de la estructura patrimonial y de los resultados obtenidos de las empresas en los distintos años seleccionados, permitirá detectar el efecto de la inflación en la acumulación de activos, en la determinación de capital de trabajo, en el apalancamiento financiero, en la rentabilidad, entre otras cuestiones. Además, y como tema conexo, se buscará analizar la manera en que las empresas registran el impacto de la inflación y toman sus decisiones.

Concretamente, se plantean las siguientes preguntas problematizantes a resolver:

- En el periodo de elevada inflación, ¿se observa modificaciones en el capital de trabajo de las empresas?
- ¿Qué sucede con los pasivos comerciales?
- ¿Cómo cambian los ratios de endeudamiento y utilización de capital propio?
- ¿La inflación afecta la utilidad de las empresas en los distintos sectores analizados?
- ¿Cuál es la utilidad aparente y la utilidad real en los EECC analizados?
- ¿De qué manera las empresas registran el impacto de la inflación?
- Las decisiones de invertir y financiarse, ¿son independientes al nivel de la tasa de inflación?

## **Objetivos**

### **Objetivo General**

Determinar el impacto que la inflación genera sobre la estructura patrimonial y financiera de las empresas argentinas, comparando los estados contables de períodos entre 2006 y 2019.

### **Objetivos Específicos**

- Identificar los aspectos de la estructura patrimonial y financiera de las empresas que se ven modificados ante un contexto de elevada inflación.
- Comparar la información económica financiera pública de una serie de empresas argentinas de diversos sectores en épocas de alta y baja inflación.



- Detectar los rubros en los que el contexto inflacionario modifica la toma de decisiones de las empresas.
- Proponer estrategias para reducir el impacto de la inflación en la estructura económica y financiera de las empresas.

## **Hipótesis**

Con el cumplimiento de los objetivos se espera formar una opinión de aceptación o rechazo sobre la siguiente hipótesis:

“Un escenario de elevada inflación, como la que se atraviesa actualmente en Argentina, afecta de manera negativa la estructura patrimonial y financiera de las empresas, especialmente en la determinación del origen, nivel y destino de las inversiones”.

## **Marco Metodológico**

Para llevar adelante el trabajo de investigación, se aplicará un estudio de enfoque cuantitativo porque se analizará la información contable de una serie de empresas bajo contextos de baja y alta inflación. El diseño del trabajo será no experimental, longitudinal y retrospectivo. Es no experimental porque el trabajo toma los datos de la realidad de las empresas y trabaja sobre ellos sin influir sobre los resultados. Es longitudinal porque se toma una serie de años bajo análisis para analizar el comportamiento de las mismas empresas. Y es retrospectivo porque el periodo analizado pertenece al pasado de las empresas.

Como unidad de análisis se seleccionarán diez empresas que provengan de diez sectores económicos distintos. Estas empresas cotizarán en la bolsa de valores; el requisito resulta útil ya que la información de los Estados Contables es pública, es decir, que se puede acceder a ellos de manera sencilla y sin restricciones.

Las principales variables a analizar serán:

- Activo Total, Activo Corriente, Activo No Corriente.
- Pasivo Total, Pasivo Corriente, Pasivo No Corriente.

- Capital de Trabajo.
- Financiamiento propio y de terceros.
- Ratio de Liquidez y de Endeudamiento.
- Ratio de Rentabilidad Bruta y Neta.
- Cuenta Inversiones
- Cuenta Pasivos Comerciales.

Para poder determinar un comportamiento de las variables mencionadas sobre la población de empresas argentinas en contexto inflacionario, se seleccionará como muestra a un conjunto de empresas de diferentes sectores económicos. Estas empresas (y el sector al que pertenecen) serán:

1. Loma Negra Cía. Industria Argentina S.A. (Cemento).
2. Transportadora de Gas del Sur S.A. (Gas).
3. Pampa Energía S.A. (Petróleo y gas, energía eléctrica).
4. Cresud S.A.C.I.F.yA. (Agropecuaria).
5. Arcor S.A.I.C. (Consumo masivo, Alimentos).
6. Grupo Ledesma S.A.A.I (Agroindustrial).
7. Aluar aluminio argentino S.A.I.C (Minería y metales).
8. Banco BBVA Argentina S.A. (Entidad Financiera).
9. Telecom Argentina S.A. (Telecomunicaciones).
10. Papel Prensa S.A. (Papel).

La metodología para observar la existencia de una afección entre la inflación y los indicadores anteriormente mencionados no sólo implicará analizar el valor de los mismos sino también llevar a cabo un estudio de correlación en cuanto a ciertas variables de análisis. Según Wooldridge (2010), el análisis de correlación o relación entre variables se define como el grado de variación conjunta entre dos o más variables, a lo largo del tiempo. En cuanto a la relación entre las variables se puede afirmar que existen distintas formas de expresarse, como la relación lineal, considerada como simple, ya que la misma se refiere solo a dos variables. La medición de este tipo de relación se realiza con el cálculo del coeficiente de correlación de Pearson. Según Marin (2010) este coeficiente se calcula sobre variables cuantitativas, es decir que se puede valorar en una escala. El coeficiente de correlación de Pearson mide el grado de co-variación entre distintas variables relacionadas linealmente.

La relación entre las variables que estima este índice es lineal. El coeficiente de correlación de Pearson es un índice de fácil ejecución e interpretación. El valor de este coeficiente puede alcanzar valores comprendidos entre cero y uno, mientras mayor sea dicho valor más fuerte será la correlación. El resultado también puede arrojar valores negativos y en cuyo caso se trata de una correlación negativa.

En relación al coeficiente de correlación, el mismo es relevante para determinar el sentido de la relación, pero asume un mayor grado de significancia cuando se lo analiza desde el punto de vista de la probabilidad. A mayor valor del coeficiente, mayor probabilidad de relación entre variables. Más estrictamente, en términos estadísticos, la significancia de un cierto coeficiente de correlación es la probabilidad de que tal coeficiente proceda de una población cuyo valor sea explicado por una variable.

Tabla 1: Enfoque metodológico.

| <b>Objetivo específico</b>                                                                                                                        | <b>Fuente y tipo de datos</b>                                            | <b>Técnicas de procesamiento y análisis</b>                                                                                                  |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Identificar los aspectos de la estructura patrimonial y financiera de las empresas que se ven modificados ante un contexto de elevada inflación.  | Fuentes secundarias: trabajos de FACPCE, INDEC, CAC. Datos cualitativos. | Análisis de la información recolectada sobre estudios teóricos y empíricos anteriores.                                                       |
| Comparar la información económica financiera pública de una serie de empresas argentinas de diversos sectores en épocas de alta y baja inflación. | Fuentes primarias: Estados Contables anuales.                            | Recolección de la información contenida en los EECC de las empresas seleccionadas y comparación de las variables, nominal y porcentualmente. |
| Detectar los rubros en los que el contexto inflacionario modifica la toma de decisiones de las empresas.                                          | Fuentes primarias: información contable procesada.                       | Análisis de la información comparada y diseño propio de la composición de los rubros seleccionados.                                          |
| Proponer estrategias para reducir el impacto de la inflación en la estructura económica y financiera de las empresas.                             | Fuentes primarias y secundarias.                                         | Según los resultados, elaborar una serie de recomendaciones para morigerar el efecto de la inflación sobre la empresa.                       |

*Fuente: Elaboración propia.*

## **Marco teórico**

### **Las causas y los efectos de la inflación**

La inflación representa la disminución del poder adquisitivo de la moneda de un país (Braun y Llach, 2010); es decir, que “refleja una pérdida del valor real del medio interno de intercambio y la unidad de medida de dicha economía” (Fernández, 2020:1). Se mide empleando índices, que están diseñados para poder representar el crecimiento porcentual de una canasta de bienes ponderada. El más representativo es el Índice de Precios al Consumidor (IPC), que en Argentina es calculada por el INDEC (2021). Existe una gran cantidad de precios en la sociedad y es el mecanismo más elemental para la asignación de recursos, se da en el capitalismo, en el socialismo y también en algunas formas de trueque.

Producido por el Indec y los institutos provinciales, el IPC se caracteriza por su alto grado de representatividad en cuanto al volumen de precios relevados. Se basa en una canasta que periódicamente se va actualizando (recientemente se llevó a cabo una Encuesta Nacional de Gasto de Ingresos de los Hogares 2017-2018, que será la fuente de un cambio de canasta). La utilizada actualmente corresponde a la Encuesta de Gastos e Ingresos de los Hogares 2004/2005. El relevamiento para la cobertura nacional comprende 39 aglomerados. Los institutos provinciales a partir de esto obtienen sus propios IPC, el Indec publica sobre la base de los propios registros y de los institutos provinciales un Índice Nacional y el de seis regiones geográficas del país, Gran Buenos Aires, Pampeana, Noreste, Noroeste, Cuyo y Patagonia.

La inflación es un aumento en el precio general de bienes y servicios que hace que el poder adquisitivo de las personas disminuya, por lo que el costo de vida aumenta, la inflación puede ocurrir porque el valor de la moneda disminuye, lo que tiene un impacto en la crisis económica, según Arafat (2016). En este sentido el autor afirma que la inflación también es una imagen de la economía de un país que afecta el costo de la producción y eleva los precios de venta de una compañía. La inflación puede interferir con la capacidad de la empresa para asignar recursos de manera eficaz.

En la teoría económica hay varias causas que pueden explicar el fenómeno inflacionario. Una de las explicaciones considera la inflación de demanda, que se genera cuando la demanda agregada supera la oferta agregada y ocurre en momentos en que la economía está funcionando a plena capacidad y con pleno empleo. Esta teoría se conoce

como "bache inflacionario" y se aplica en general para países desarrollados. En primera instancia se tiene que el supuesto fundamental es el de la plena ocupación de los factores. Por lo tanto, la economía está en el ingreso de pleno empleo, así que toda vez que aumente la demanda agregada, dado que la oferta no puede subir, será el aumento de precios el que logre el ajuste. Por otro lado, puede deberse a una presión de costos, que se produce cuando el costo de la mano de obra o de las materias primas se encarece y para mantener la tasa de beneficios se incrementan los precios (Rapaport, 2010). Para la economía ortodoxa, la inflación depende ante todo de la emisión monetaria cuando es mayor a la tasa de crecimiento de la economía. Allí se genera la llamada ilusión monetaria (Friedman, 1963).

Otra teoría según Rapaport (2010) es la denominada inflación de costos, esta teoría se apoya en la presión que realizan los distintos sectores de la economía (empresarios, obreros, sector público, etc.) para aumentar su participación en el ingreso. Algunos autores la denominan inflación por pugna o puja distributiva. El proceso inflacionario puede comenzar por la presión inicial de cualquiera de los sectores de la economía (suba de los precios de alguna industria, o suba de los salarios, o suba de las tarifas públicas, etc). Por ejemplo, una suba de los salarios provoca un aumento de los costos de las empresas, las cuales lo trasladan a los precios para mantener su margen de ganancia, a su vez estos precios representan costos (insumos) para otras empresas y estas también subirán sus precios por igual razón que las otras empresas, nuevamente estos precios mayores impactan sobre otras unidades productivas y así queda activado el proceso inflacionario.

Cabe resaltar, que el puntapié inicial también puede provenir de un aumento del tipo de cambio, ya que esto provoca un aumento del precio de los insumos importados que utilizan las empresas y un aumento del precio de los bienes que consumen los asalariados y que a su vez son exportados, con lo cual cae la participación en el ingreso de aquellas empresas y de aquellos asalariados, estos al intentar recuperar su ingreso real desataran el proceso inflacionario. Otros autores definen a la Inflación de Costos de manera alternativa: sostienen que se produce por aumentos homogéneos en los salarios ante incrementos heterogéneos en las productividades. Para evitar este tipo de inflación de costos deben darse aumentos salariales por aumento de productividad a nivel de unidades empresariales y no por rama o tipo de actividad.

Por último, en relación a una teoría de inflación aplicada especialmente para América Latina se denomina estructuralismo. Según Feinstein (2004) sus predicadores

fueron Julio Olivera y Osvaldo Sunkel, los cuales son latinoamericanos. El nacimiento del estructuralismo se da con la creación de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en 1948. La influencia de esta postura surge, según Berthomieu, Ehrhart y Hernández Bielma (2013) de la teoría keynesiana, postkeynesiana y la corriente neocambrichiana, donde insisten en el rol necesario del estado frente a la ineficacia del mercado y que proponen una explicación del fenómeno inflacionista a partir de factores sociales, estructurales y reales.

En especial, según esta visión se tiene que, la causa de inflación radica en la inflexibilidad de los precios a la baja, así ante un cambio de precios relativos, los precios de cada bien individual (los precios monetarios) no pueden bajar, con lo cual el ajuste se produce por el alza del precio monetario de algunos de los bienes, subiendo el nivel general de precios. La inflexibilidad se produce porque prevalecen mercados imperfectos e incertidumbre. Por otro lado la rigidez de las ofertas (inelasticidad) produce fuertes aumentos de precios relativos ante incrementos de demanda.

Si las ofertas fueran perfectamente elásticas, los precios relativos serían constantes ante aumentos de demanda. A su vez, estos autores sostienen que se debe distinguir entre presiones inflacionarias y mecanismos de propagación a la hora de interpretar la inflación. (Feinstein, 2004)

Las presiones inflacionarias básicas radican en las características estructurales de las economías latinoamericanas. Estas presiones no son esencialmente las causas de la inflación sino que son características que ante determinadas eventualidades originan el alza de precios. Estas son tanto básicas como se muestran a continuaciones como circunstanciales y acumulativas.

- a) Fuerte dependencia de su capacidad para importar, (las exportaciones son bajas y crecen poco)
- b) Oferta agropecuaria inelástica,
- c) Bajos niveles de inversión,
- d) Sistema tributario regresivo e inelástico etc.

Noyola (1956), plantea que, las presiones inflacionarias circunstanciales: hechos inesperados, no periódicos. Ejemplo: aumento del gasto público por un terremoto, aumento de precios de importaciones. Mientras que las presiones inflacionarias acumulativas son

generadas por la propia inflación (distorsión del sistema de precios relativos, expectativas inflacionarias, ineficiente orientación de la inversión, los efectos del control de precios, etc.)

Los mecanismos de propagación, son los que una vez desatada la inflación, la generalizan, la mantienen o la refuerzan. Proviene de la incapacidad de detener la pugna de intereses sectoriales en torno al ingreso (público vs privado; agropecuario vs industrial; asalariados vs capitalistas; etc.) Para los estructuralistas el crecimiento de la oferta monetaria es un mecanismo propagador de la inflación, para ellos no es causa de inflación. (Feinstein, 2004)

En función de la información referida anteriormente se puede observar que, según los estructuralistas no tiene recomendaciones de política económica coyuntural por insistir en las raíces estructurales de los problemas. En sí mismos consideran que existe una estrategia de mediano y largo plazo, la cual consiste en superar la rigidez estructural y lograr el desarrollo de la economía. En su diagnóstico esta visión plantea que, la inflación ocurre porque al cambiar la estructura económica, se modifican algunos precios relativos y se genera inflación por la inflexibilidad de los precios monetarios a la baja. A esto se le suma la estrechez del mercado interno provocada por la alta concentración del ingreso. (Feinstein, 2004)

Berthomieu, Ehrhart y Hernández Bielma (2013) mencionan que posterior a esta teoría se encontró la visión neoestructuralista que se inspiran en el estructuralismo tradicional y enfatizan la importancia de incluir rasgos estructurales en el análisis de las economías del Tercer Mundo. Esto queda evidenciado en dos visiones;

a) La inserción internacional desfavorable de los países subdesarrollados como el reflejo de las diferencias de estructuras entre los países del centro y los de la periferia.

b) La inflación causada ante todo por factores estructurales en los países en vías de desarrollo.

También plantean que el pensamiento estructuralista debe evolucionar en lo que refiere a que el estado debe intervenir para fomentar el desarrollo industrial, es la única manera para salir del subdesarrollo. En este sentido se concentran en las siguientes políticas;

-Las políticas de desarrollo de inspiración estructuralista (ISI). El exceso de proteccionismo tiene altos costos de ineficiencia. Esto se debe a un mercado interno pequeño con ausencia de competencia internacional y a la falta de esfuerzo tecnológico.

-Pesimismo exagerado en relación a las posibilidades de exportación;

-Excesiva confianza en las virtudes de la intervención del Estado en la economía; por lo que los autores afirman que, “Es necesario superar el “falso dilema “entre el estado y el mercado por una participación activa y complementaria de los actores públicos y privados en la elaboración de la estrategia de desarrollo” (p 45)

-La negligencia de los aspectos monetarios y financieros;

-Subestimación de la necesidad de un ajuste a corto plazo de la economía

La demanda está orientada hacia los sectores de altos ingresos con una alta propensión marginal a importar. Por último, se observa la rigidez de la oferta, sobre todo agropecuaria. Esta rigidez se explica por el modo de producción y la estructura de tenencia de la tierra (abundancia de minifundios y latifundios). Así los estructuralistas sostienen que este tipo de inflación requiere una posición activa del Estado ya que se requieren dos tipos de reformas según Feinstein (2004). Una de ellas reforma tributaria a fin de darle mayor progresividad al sistema buscando corregir la alta concentración del ingreso, como así también se tiene una reforma agraria, para superar la rigidez de la oferta agropecuaria, para lo cual se requiere promover el sector industrial

La inflación, aunque sea moderada, no es inocua. Con ella se asocian súbitas aceleraciones y desaceleraciones de los precios y cambios bruscos en los precios relativos. La diferencia entre una inflación moderada y una inflación elevada radica en el cambio de las expectativas de los entes económicos y la modificación de los comportamientos a causa de ellas. La incertidumbre generada por el segundo escenario, “perturba gravemente a la actividad económica” (CEPAL, 1986:15). Los agentes privados acortan el horizonte de sus decisiones, realizan grandes esfuerzos para protegerse del fenómeno o sacar provecho de los cambios de precios.

En la visión de los autores de la CEPAL se encuentra el aporte realizado por Según el artículo de Di Fillipo (2009) es que en un momento dado la existencia del mercado refleja las posiciones de poder de los actores sociales respecto de los diferentes ámbitos de cada sociedad. En consecuencia, los precios de mercado pueden concebirse como una



medida de las posiciones de poder y las estrategias tácitas y específicas de las partes contratantes y, a su vez, las variaciones que experimentan a lo largo del tiempo revelan los cambios que se van produciendo en esa situación,...no se niega que los precios también midan la utilidad y la escasez y tampoco que guardan relación con el trabajo cristalizado en las mercancías que transan". (p 33)

Analizando causalidad en el pensamiento estructuralista, comparte la idea del circuito económico clásico. El patrón del consumo de las familias en un mercado está en función de su salario, ya sea la persona capitalista o asalariado. La interacción entre familias y empresas surge de, un intercambio de mano de obra de la familia hacia la empresa, a cambio de un salario y también entregando inversión a cambio de un beneficio. Los precios que se utilizan en este circuito están en función del poder que ambas, familias y empresas poseen. Esta acción es posible gracias al Estado, que mediante la fijación de las reglas de juego, ya sean de corto plazo (pueden influir en la distribución del ingreso) o de largo plazo (influyen sobre los bienes públicos únicamente), permite el traslado entre las unidades productivas. Esta visión deja al mercado relegado en la dinámica de las estructuras, pareciera que sin importar las señales que este realice las decisiones del circuito económico estarán signadas por el poder que cada parte tenga y no por las señales del mercado. Si bien es cierto que el mercado falla en dar señales, también falla el público en recibirlas quizás por la existencia de estas posiciones de poder, con lo cual la causa del mal funcionamiento del mercado sería a su vez la consecuencia del mismo. (Di Fillipo, 2009)

En las fases iniciales de la inflación, se generan cambios bruscos en los precios relativos, que deterioran los saldos reales, afectan la liquidez de las unidades económicas, profundiza los problemas distributivos, beneficia a los deudores monetarios y perjudica de la misma manera a los acreedores (Contrera, 2017). En la misma línea, Dapena (2014) explica que los activos nominales de las empresas como el efectivo, los depósitos y los créditos, no se ajustan por el proceso inflacionario y por lo tanto pierden su valor. El caso contrario ocurre con la tenencia de pasivos monetarios, los cuales ganan valor con la inflación.

Sobre la sociedad en general, la inflación tiende a reducir el estándar de vida por la disminución del poder adquisitivo del dinero (De Gregorio, 2012). Para poder contrarrestar

este efecto, la población intenta que su ingreso nominal<sup>1</sup> aumente conforme aumenta la inflación, es decir, que su ingreso real<sup>2</sup> se mantenga constante. Sin embargo, resulta muy difícil lograr esta actualización de manera acompasada, ya que los salarios, por ejemplo, tienen aumentos más lentos a causa de las complicaciones en las negociaciones y paritarias.

El análisis relacionado a la influencia de la inflación dentro del estudio de la valuación de una empresa consiste según Herman Ruslim (2019) en el estudio de los *fundamentals* entendidos como la base básica de la valoración, esto se debe a que el valor de las acciones de la empresa no solo es un valor intrínseco, sino que también espera que la capacidad de la empresa para aumentar la riqueza en el futuro. Las empresas tienen varias formas de aumentar el valor de la empresa; una de ellas es la evaluación de variables que pueden afectar el valor de la empresa.

Los *fundamentals* se pueden entender tanto desde factores macroeconómicos como el rol que juega la inflación acompañada de las modificaciones en el valor del interés que pueden afectar el proceso de toma de decisiones de las empresas. A su vez, se pueden gestionar los *fundamentals* desde la óptica de medir el capital desde el riesgo controlable. Estos factores microeconómicos pueden agruparse en políticas de financiación y factores de desempeño de la empresa según Ross y Waterfield (2015). Mientras que un segundo grupo está conformado por la política de financiación representada por la estructura de deuda a activos (deuda a ratio de activos). Si bien los factores de desempeño de la empresa pueden reflejarse en los aspectos de desempeño que son representados por el crecimiento de la empresa (crecimiento) y el nivel de activos, existen diferentes inversiones que realizan las organizaciones que son categorizadas de alto riesgo porque tienen una alta dependencia en los factores macroeconómicos.

En continuidad con el análisis de los *fundamentals*, es que se observó desde la visión de Herman Ruslim (2019) que además de los análisis microeconómicos mencionados anteriormente existe la influencia de las crisis económicas como factor externo que afecta los precios de las acciones o el valor de la empresa es la inflación. La inflación es una de las macrovariables que afectan a las acciones precios de mercado en el mercado de capitales. La tasa de inflación indica un riesgo de inversión que afecta el comportamiento de los inversores en las actividades de inversión. Las condiciones de alta

---

<sup>1</sup> Ingreso nominal: cantidad de dinero percibida durante un periodo.

<sup>2</sup> Ingreso real: cantidad de dinero percibida ajustada por los cambios del IPC.

inflación pueden hacer que los precios suban en la producción de materias primas de modo que los precios de producción aumentan y, en última instancia, hace que los costos esperados aumenten.

La inflación también puede causar una disminución en demanda que hace que la rentabilidad disminuya. Con base en esta explicación, el aumento de la inflación puede reducir el nivel de rentabilidad y el valor de mercado de la empresa y viceversa. Si la inflación tiende a disminuir, lo que hace que la rentabilidad de la empresa tienda a aumentar. En función de los comportamientos mencionados anteriormente se puede observar que los cambios en la inflación afectan la rentabilidad de la empresa.

En relación a las causas formales que genera la inflación Nugraha y Ramadhanti (2021) mencionan que la inflación tiene un efecto sobre la rentabilidad de las empresas. La inflación puede hacer que los precios aumenten muy rápidamente, por lo que las personas experimentarán dificultades para equilibrar los precios de las necesidades diarias que continuarán disparándose. Para una empresa, la inflación puede provocar un aumento en los costos de producción y operativos, por lo que al final puede ser perjudicial para la empresa.

Las condiciones económicas también se reflejan en la inflación, las bajas tasas de interés y los ingresos brutos internos, productos que tienden a aumentar cada año. Los inversores también prestan atención a condiciones macroeconómicas generales, cuando las condiciones económicas son malas, los inversores tienden a aguantar o esperar, pero cuando las condiciones económicas mejoren, los inversores tenderán a invertir como inflación controlada, y las tasas de interés activas y el PIB aumentan de manera sostenible.

En concordancia con la anterior mención es que De la Hoz y otros (2008) mencionan que la inflación a nivel general y analizado los *fundamentals* presentados anteriormente forman parte de un factor que distorsiona la información financiera. En especial los autores hacen referencia al desafío que implica analizar la gestión de la información financiera que se expresa dentro de los Estados Contables que sirven de base para el proceso de toma de decisiones, expresados en cifras históricas que se utilizan de manera generalizada.

Estos indicadores que muestran estos conceptos medidos en términos de unidades monetarias solo son posibles de aplicarse en economías que no presenten grandes niveles

de inflación, ya que los valores monetarios se distorsionan para la gestión empresarial, la evaluación de proyectos, elaboración de presupuesto y oportunidades de inversión.

En particular mencionan que la comparación que se realiza sobre los análisis financieros siguen la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad a nivel generalizado entre los países, para que sea posible de comparar los estados financieros de una empresa a través del tiempo, teniendo en cuenta que es necesario indicar, aún en contexto de elevada incertidumbre económica, si una organización ha presentado o no un crecimiento en materia de expansión económica o de mercado.

En cuanto a la gestión de incorporación de la inflación dentro del contexto del proceso de toma de decisiones financieras es que según McKensey and Company (2005) mencionan a los métodos cuantitativos en los gestores principales para basar la información de los resultados financieros. En especial mencionan que la inflación como *fundamentals* debería de estar incluido no sólo en el Balance General, sino también en los flujos de caja que muestran las pérdidas y ganancias de los negocios, dado que estos afectan al Valor Presente Neto.

En una visión complementaria a la utilización de estos conceptos de medición de la influencia de la inflación en los análisis contables es que Dapena y Villavicencio (2013) mencionan que la importancia se encuentra en la modificación que se genera de la renta financiera RF que no se encuentra relacionada directamente con el objeto por el cual se encuentra operando la empresa. En particular, los autores definen el efecto de la inflación en los estados contables como la modificación del valor real de los activos y pasivos monetarios con que se encuentra una organización.

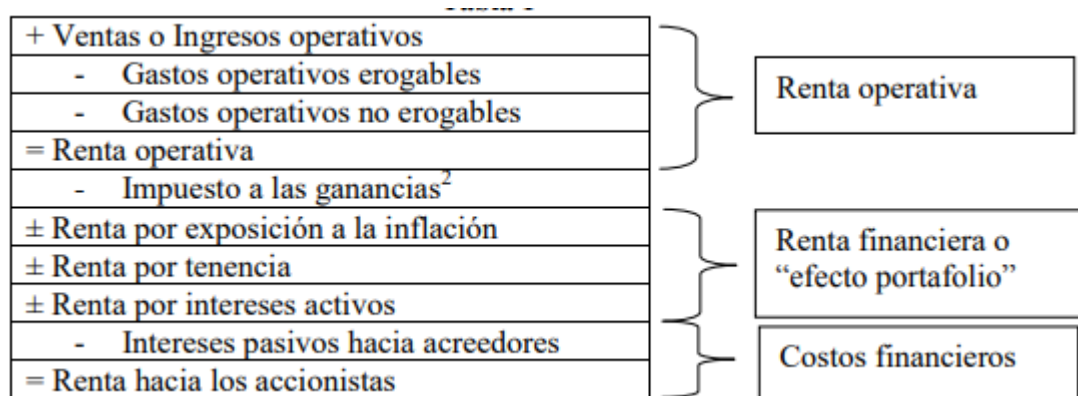
En función de estos dos conceptos contables mencionan que, el resultado que genera la posesión de activos y pasivos con procesos propios de actualización a través de sus precios se conoce como efecto tenencia, que difiere del efecto inflación ya que esto se genera en función de la modificación, por ejemplo, del tipo de cambio de un país cuando los mismos se encuentran expresados en monedas extranjera, o bien cuando los activos se modifican en función de los precios propios como acciones. Por último, en la composición de la renta financiera también se encuentra aquella provista por los intereses que generan un crédito otorgado a los clientes y las colocaciones financieras realizadas.

En función de la información mencionada anteriormente Dapena y Villavicencio (2013) mencionan que la generación de renta financiera puede estar asociada a la siguiente fórmula de cálculo;

$$Renta\ Financiera = Efecto\ Inflación + Efecto\ Tenencia + Efecto\ Intereses$$

El cual puede ser expresado en el esquema que muestra la siguiente ilustración propia de los autores;

Ilustración 1: Distribución de la Renta Financiera



Fuente: Dapena y Villavicencio (2013)

En función de la exposición de los anteriores conceptos es que los autores realizan un aporte considerable a la gestión de información financiera y contable, teniendo en cuenta que existe la necesidad de evaluar la gestión de los activos. En particular estos definen el concepto de efecto portafolio, el mismo tiene origen en función de la exposición teórica que realizan Dapena y Villavicencio (2013) en la ausencia de estabilidad de precios porque los hacedores de políticas financieras de las empresas deben implementar cambios en la administración del portafolio. Este efecto en sí mismo es la medición propiamente dicha por el autor como el management de los diferentes instrumentos financieros que se encuentran disponibles en el mercado.

En este sentido es que mencionan que el enfoque del portafolio muestra las inversiones totales de la firma donde en contexto de inestabilidad de precios ocurren las dificultades de las empresas, según Dapena y Villavicencio (2013) cuando ocurre que la renta operativa no resulta la esperada y el manejo de la cartera de activos y pasivos no se realizó de manera adecuada por los responsables de finanzas específicamente. En especial, resumen la influencia del efecto inflación se tiene;

“El cálculo de la incidencia del “efecto inflación (EINF)” 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 la tenencia promedio de pasivos monetarios supera la de activos monetarios.” (p 8).

En función de dicha definición es que se presentó la siguiente fórmula de cálculo para medir la influencia del mismo

$$\text{Efecto de la inflación} = \overline{CM} * \frac{\pi}{1 + \pi}$$

A partir de la cual se puede observar que  $\pi$  es la inflación y CM corresponde al calce promedio mencionado anteriormente de los activos monetarios en función de los pasivos monetarios. A partir de esta definición de conceptos es que se calculó el efecto inflación, como así también el efecto tenencia y de intereses activos para seis empresas que cotizaban en la bolsa para realizar un contraste estadístico respecto del nivel de significancia del efecto. Los resultados obtenidos de la investigación, que se propone como antecedente a la aplicación contable de la importancia de la información económica y financiera para el proceso de toma de decisiones financiero fueron los siguientes Dapena y Villavicencio (2013);

“Los resultados han dado positivos lo que significa que el efecto es significativamente diferente de cero, algo esperable atento a las condiciones macroeconómicas que afectan la actividad de negocios en Argentina. Dada esta situación, los aspectos operativos que son los que debieran guiar y llevara delante la actividad de negocios, la inversión, el crecimiento y la generación de empleo, se ven afectados por la rentabilidad provenientes de actividades de negocios vinculados a la práctica financiera como consecuencia de una necesidad de generar rentas provenientes de esta fuente. Dada esta situación, la adecuada gestión del portafolio de activos y pasivos de la firma se vuelve relevante” (p 15)

## **La inflación como problema económico**

El análisis de la inflación en la visión de las Ciencias Económicas implicó el desarrollo de diferentes relaciones asociadas a las variables macroeconómicas vigentes, en primera instancia antes de abordar la temática de estudio de su influencia en la situación económica de las empresas. En relación a las diferentes causas y efectos de la inflación que se mencionaron anteriormente, se destacó que una postura que rigió en durante varios años fue la keynesiana. Meltzer (1984) intenta explicar a través de un recorrido histórico desde 1960 hasta 1980 las políticas económicas keynesianas aplicadas, sus logros, fracasos, críticas y cómo se avanzó en la teoría y en la práctica sobre el conocimiento de la realidad económica., enfrentándose política y teoría económica.

En una primera instancia se analiza el año 1960 bajo un enfoque keynesiano, donde se distinguen entre los elementos clave de los programas que se proponían por los hacedores de política un mayor uso del pronóstico a corto plazo de la actividad económica, los precios, las tasas de interés; mayor confianza en la sintonía fina entre inflación y desempleo; mayor énfasis en los presupuestos planificados. Además de estos elementos de política se complementaba la práctica con programas conocidos como pautas donde se restringían cambios en los precios y salarios individuales por parte de las grandes empresas. Este contexto de estrategias de política fue favorable no sólo por la política fiscal que contribuyó al crecimiento del ingreso mundial sino también por el crecimiento de la población que sumado a cambios institucionales se logró absorber en el mercado, aumentando la eficiencia, los ingresos reales y alentando la producción y comercio.

Sin embargo, la situación favorable no era perpetua, las ideas keynesianas vacilaron, sucedió un choque de enfoques entre las recomendaciones de políticas y el economista investigador. Se aumentó el acervo de conocimientos y la caja de herramientas que disponían los economistas para analizar la realidad de las relaciones humanas de una manera simplificada, en donde la teoría afirmaba que algunas aseveraciones de política no tenían sustento empírico y la práctica seguía con su accionar. Aunque más profundamente la discusión era la falta de un análisis de largo plazo, más la demostración de que el juego de sintonía fina entre inflación y desempleo tiene consecuencias, se analizará cómo cada elemento recibió su crítica en la historia del pensamiento.

La curva de Phillips, representación del trade off entre desempleo e inflación, fue muy utilizada entre los altos políticos como instrumento de política económica en estos

años a pesar de no tener una buena aceptación empírica ya que, hasta ese momento no se podía demostrar con total confianza que una inflación más alta causaba un desempleo más bajo. Las críticas a esta relación se centraban en que el ingreso, la riqueza de una nación estaban en relación a variables reales y no a variables nominales como el nivel de precios. Un crítico de este pensamiento Friedman (1968) afirma; "las tasas esperadas de cambio en los precios no tienen ningún efecto sobre el empleo y la producción. Una vez que la gente prevé que los precios se elevarán demandan salarios más altos" (p 33).

Esta última proposición introduce el concepto de expectativas adaptativas sobre el accionar de los agentes donde, no existe ilusión monetaria y el trade off a largo plazo sería tan sólo una curva vertical en la dimensión ortogonal de inflación y desempleo.

Las pautas en los programas políticos impiden salir a la luz los efectos inflacionarios de políticas económicas. No existe ningún soporte teórico que afirme que más controles de precios nos llevarían a menos inflación. A pesar de esta contraindicación es necesario afirmar que muchas veces estos tipos de controles se aplican con objetivos que van destinados a la justicia y equidad distributiva.

El tercer y último elemento analizado, la brecha de la producción, hace referencia a que no se tuvieron en cuenta las consecuencias del shock de petróleo en el cálculo de la producción potencial, con lo cual, se sobreestimó la capacidad de crecimiento económico y las políticas consecuentes monetarias y fiscales fueron expansivas cuando no eran necesarias.

Todas estas críticas fueron realizadas entre otros enfoques por el monetarismo, donde el peso que se le otorga al análisis de largo plazo es mayor, los movimientos del stock de dinero son la medida más confiable de los impulsos monetarios y la conducta de las autoridades monetarias domina esos movimientos de stock de dinero durante los ciclos económicos.

En el contexto de desarrollo de estas posturas keynesianas surgió, en el debate según Bellod Redondo (2007) la aparición de la denominada Curva de Phillips. El origen de la curva de Phillips puede ser visto por los keynesianos como aquel instrumento que le otorgaba a su cuerpo teórico dinámica, donde se planteaba que la variación de los salarios monetarios puede explicarse por el nivel de paro y su variación. Este descubrimiento tuvo su origen en la evidencia empírica recabada por Phillips en el Reino Unido durante el período 1861-1957, de donde se planteó la existencia de una relación inversa (no lineal)



entre la variación de los salarios monetarios y la tasa de desempleo. El logro no hubiera sido posible quizás, sin la ayuda de Lipsey quien afirmó que los salarios reaccionan ante un desequilibrio en el mercado laboral. El uso de este aporte según Mankiw (2001) solo fue reflotado en el momento en que se utilizó la aplicación de políticas denominadas de sintonía fina entre los hacedores de políticas públicas.

El análisis de este concepto y su aplicación para el entendimiento de las políticas públicas implicó según los autores, Gómez, y Usabiaga (2001) comenzar con el recordar del concepto de salario igual al valor del producto marginal podemos direccionar nuestro análisis hacia los precios. Existirá un punto en el cual, luego de derivaciones matemáticas obtengamos que  $(P=W-PmgL)$  y si el cambio en los salarios es igual al cambio en la productividad laboral la variación del precio será nula y tendremos un punto como A en la gráfica de abajo en el que para un desempleo de  $U_0$  la variación de los precios es cero (esto no implica que no haya inflación).

El objetivo del hacedor de política es lograr aquella tasa de desempleo que no haga variar los precios, alcanzar una tasa natural de desempleo. Si esta tasa existe (se creía que así era) sólo debería aplicar políticas económicas que me lleven a ese punto. No es tan sencillo, la economía está inmersa en ciclos económicos, donde el ritmo de la producción y las expectativas de los agentes se deben tener en cuenta al a hora de tomar decisiones. En este contexto aparece que "existe también una tendencia clara a que la variación de los salarios a un nivel dado de paro este por encima del promedio de ese nivel de paro cuando el desempleo es decreciente durante el auge, y esté por debajo del promedio de ese nivel de paro cuando se va elevando el desempleo durante la fase recesiva", esto da origen a los loops de la curva de Phillips, gracias a la inelasticidad de las expectativas ante el nivel futuro de la demanda.

Una de las críticas a esta relación la llevó a cabo Friedman cuando expuso las diferencias entre los descubrimientos de Fisher (1973) y Phillips, llegando a la conclusión de que la falacia de Phillips está en tener en analizar la tasa nominal de salarios en el mercado laboral como variable dependiente de la cantidad de empleo y no la tasa real de salarios. Friedman cree que este error fue cometido bajo el enfoque keynesiano de precios rígidos, en donde un cambio en la demanda se refleja enteramente en el producto y poco en el nivel de precios.

Otra crítica realizada por Friedman (1968) es sobre la interpretación de que la curva de Phillips era la ecuación keynesiana faltante para cerrar el sistema, esto no es verdad según, ya que la ecuación a determinar debería reflejar el cálculo del precio de equilibrio que la curva de Phillips no lograba, (la curva de Phillips no tenía esta intención en su origen). Luego de haber afirmado Friedman (1968) el fracaso de la curva de Phillips, tanto a nivel teórico como empírico, buscó explicar que el salario real que se tenía en cuenta no era en la relación no era el corriente sino el anticipado. A partir de esto, se introducen las expectativas, para demostrar que la tasa de inflación será una función de los rezagos distribuidos ponderados (geométricamente decreciente). No se puede engañar al agente indefinidamente, este acomodará sus expectativas de salarios según el pasado, así existe una interdependencia entre inflación y desempleo en el corto plazo pero no a largo plazo (la curva de Phillips es vertical). Esta hipótesis, se basa en el principio aceleracionista, la única forma de tener una tasa de desempleo debajo de su tasa natural es con inflación sobre-acelerada. El lugar para la política económica era casi nulo, sólo con inflación no anticipada se puede modificar la tasa de desempleo.

El nuevo avance en el pensamiento de las expectativas, según Lucas (1973) rondaba sobre el concepto introducido por Muth (1961), no existe la noción de que los individuos formen sus previsiones sobre el pasado, sus previsiones son correctas en promedio, con lo cual se igualarían las condiciones reales con las existentes llegando a la tasa natural de desempleo. No existiría relación entre inflación y desempleo en el corto y largo plazo. La política económica es ineficaz.

Ante el inconveniente de la definición de la tasa natural de desempleo junto con la definición aceleracionista surge, según Blanco (2004) la NAIRU (Tasa de Desempleo no Acelerada de la Inflación). La NAIRU incorpora las fallas de mercado, las imperfecciones y rigideces que se puede hacer presente en la economía. Una definición precisa es, una tasa de desempleo compatible con una tasa constante de inflación, incorporando factores económicos y factores institucionales. Cuando la tasa de desempleo observada es igual a la NAIRU no varía la inflación y se alcanza el equilibrio. En relación a este pensamiento surge la noción de “histéresis” entiendo que en el largo plazo la tasa de desempleo está influida por los valores efectivos u observados de la misma. Esta vertiente de pensamiento nueva del keynesianismo busca reflotar la posibilidad de existencia de la política económica activa.

Teniendo en cuenta la no consistencia en el largo plazo de la curva de Phillips (cuando entran en juego las expectativas racionales de los agentes) se concluye que toda política activa que intente reducir en forma permanente el desempleo, en el largo plazo provocará incrementos en el nivel de precios observado o no conseguirá reducir el desempleo por debajo de su nivel natural, según Blanco (2004). La única manera de reducir la tasa de desocupación por debajo de su nivel natural es generar una inflación no anticipada. Pero, bajo expectativas racionales, esto no es posible, ya que los agentes se familiarizarán con la medida tomada por el gobierno luego de una cantidad de veces en que esta se aplica y la tendrán en cuenta al momento de formar sus expectativas (no se los puede engañar continuamente). Por lo tanto, bajo supuesto de expectativas racionales, la situación será siempre la de desempleo en su nivel natural.

Por lo tanto, cualquier tipo de estímulo fiscal, monetario o algún otro incentivo a la demanda para reducir el desempleo no lograrían mantenerlo por debajo de su tasa natural y, en el largo plazo, sólo significaría una inflación continuada más alta. Bajo dicha situación la única diferencia posible entre la tasa natural y la tasa observada de desempleo será un término estocástico.

En estos modelos, las posibles reducciones temporarias en el desempleo (ante reducciones en los salarios reales) y su retorno al nivel natural son planteadas como hechos voluntarios, lo que resulta ser una de las principales fallas. En ellos, los intentos de reducir el desempleo por debajo de su tasa natural se apoyan en el engaño, ya que su éxito depende de las malas interpretaciones por parte de la fuerza laboral del verdadero salario real.

El surgimiento, en la década de los setenta, de la teoría de expectativas racionales implicó, en términos de política económica, el abandono de todo tipo de activismo, incluso en el corto plazo, a menos en aquellos casos en que la autoridad de política esté actuando sobre información no disponible para el sector privado (información imperfecta).

Friedman (1969) planteó en el análisis de la curva de Phillips una hipótesis aceleracionista o la hipótesis de la tasa natural: llamada así porque una política que intenta mantener el desempleo por debajo de la intersección horizontal de la curva de Phillips vertical a largo plazo que debe conducir a una inflación acelerada. Así, plantea que existe, pues, una disyuntiva a corto plazo entre inflación y desempleo, pero no una disyuntiva a largo plazo y que la curva de Phillips en el largo plazo es totalmente vertical. En otras palabras, la curva de Phillips de pendiente negativa de corto plazo incorpora como

variable, la tasa de variación de los precios prevista, lo que da lugar a una familia de curvas de Phillips de corto plazo, cada una con su variable de tasa de variación de los precios prevista.

Cada vez que aumenta la inflación, inicialmente al no ser detectada, según Friedman (1969), por las empresas, y las personas, disminuye el desempleo y aumentan los salarios nominales, pero apenas las empresas y las personas aceptan la tasa de variación de los precios efectiva, significa que ésta se iguala a la prevista y la curva inicial de Phillips, por donde se había desplazado el desempleo versus la tasa de variación de los salarios nominales, se desplaza hacia arriba de tal manera de cruzar una línea vertical que pasa por el punto inicial antes que aumente la inflación y esta vertical se cruza con la nueva curva de Phillips, la misma que tiene una mayor tasa de variación de los precios prevista, igual a la efectiva de tal manera que la inflación prevista se iguala con la inflación efectiva. Luego la tasa de desempleo es la misma antes de la expansión monetaria pero con una mayor inflación, y así sucesivamente puede repetirse esta operación de tal manera que la inflación prevista siga a la inflación efectiva o que ésta vaya por delante de la primera.

“La única forma de que el nivel de desempleo pueda mantenerse por debajo de su “tasa natural”, es por medio de una inflación sobreacelerada, que mantenga siempre la inflación corriente por delante de la inflación anticipada.” (Friedman, 1969,p 23)

Esta conclusión la denomina la hipótesis aceleracionista o hipótesis de la tasa natural. Se le llama aceleracionista porque si el gobierno desea mantener el desempleo por debajo de la tasa natural de desempleo, la inflación se vuelve creciente en vista que la inflación efectiva deberá ir por delante de la prevista. Según Friedman (1969), la tasa natural no se relaciona con un nivel mínimo de desempleo sino se relaciona con el equilibrio en el mercado de trabajo, donde la oferta se iguala a la demanda, dada las condiciones de mercado y esta tasa de desempleo natural será menor mientras menos trabas tenga el mercado de trabajo para su equilibrio respectivo. Este concepto separa asuntos reales con los monetarios.

La hipótesis de expectativas racionales, según Sargent (1983) afirma que los agentes económicos forman racionalmente sus expectativas sobre el futuro, utilizando de forma eficiente toda la información sobre el estado pasado y presente de la economía, lo que supone, incluso anticipar correctamente cuáles serán las medidas que aplicará el Gobierno ante la aparición de una perturbación económica. La consecuencia es que no se

producirán desviaciones sistemáticas entre la tasa de inflación efectiva y la esperada, dado que las expectativas sobre los precios son correctas, por lo que la tasa de paro no puede ser reducida, ni siquiera a corto plazo, por debajo de su nivel natural.

Una vez planteada la relación entre la inflación y el desempleo como una temática central de desarrollo teórico que afectó a las diferentes economías durante las décadas del 60 y 70, se encontró otro problema que afectó a la economía en general, el crecimiento económico. Kaldor (1961) planteó un problema económico relacionado a las políticas monetarias para el crecimiento de las economías y el desarrollo posterior de la misma. En este punto planteó que, la política monetaria si bien tiene la posibilidad de contribuir al crecimiento en una economía abierta cuando la misma se encuentra por debajo del producto potencial, a largo plazo la emisión generaría inflación. En sí el autor afirmó que así como en la curva anteriormente mencionada existía un trade off entre inflación y desempleo, la misma sintonía fina ocurría entre inflación y crecimiento. En síntesis, si se deseaba alcanzar más crecimiento en las economías debía de ser tolerable mayores niveles de inflación.

Sin embargo, Uribe (2001) retomó este pensamiento y no adhirió al mismo debido a que la inflación controlada, es una posible aplicación de políticas públicas que manteniendo controlados los diversos niveles de la misma bajo diferentes tipos de anclajes son dos objetivos compatibles entre sí. Si bien menciona, como la mayoría de los autores que abordaron la temática que no existen dudas de que la inflación genera diferentes problemas, lo macroeconómicos como, los costos de económicos balances monetarios reales, de revisar constantemente la lista de precios o bien de operar con un sistema financiero sin indexar son algunos de ellos, hay costos más significativos como los microeconómicos que afectan a las empresas.

En cuanto a los costos económicos denominado microeconómicos, Uribe (2001) menciona que los mismos se definen como la distorsión en la asignación de recursos que afecta a las diferentes empresas. En particular si se analiza la tasa de retorno de la inversión de estas en una economía con diferentes procesos inflacionarios, como así también sus decisiones de endeudamiento en función del tipo de tasa de interés real que posean. En sí, no sólo el crecimiento de la economía como un todo se ve afectada en el desarrollo cotidiano de las diferentes variables sino también el microeconómico.

## **La inflación y su influencia en las empresas**

En función de los diversos problemas económicos que se mencionaron anteriormente, pero haciendo especial referencia a aquellos relacionados con las empresas se encuentra en primer lugar el aporte realizado por Bach y Stephenson (1974) quienes plantearon que, las empresas tienen que responder a los cambios en el poder adquisitivo provocados por la inflación y tienden a ajustar y optimizar su efectivo valores en cartera. En particular, los autores remarcan que, la presión inflacionaria indudablemente aumentará el valor del efecto de liquidez, por lo tanto, puede afectar el equilibrio entre los costos y los beneficios de las tenencias efectivas de efectivo. En términos de costos y beneficios de las tenencias de efectivo, el aumento de la inflación influye en el control gubernamental en macroeconomía que, a su vez, puede afectar la inversión y el capital. Además, a nivel microeconómico, el ciclo operativo de las empresas tiene una relación directa con el momento y la velocidad de un aumento en la liquidez, lo que muestra que la tenencia de liquidez y el ciclo operativo pueden tener un impacto en los costos y beneficios de la liquidez interna.

Wanga y otros (2014) investigaron las influencias de la inflación y el ciclo operativo en la tenencia de efectivo. Sus hallazgos indicaron que existía una relación negativa entre la inflación y las tenencias de efectivo de la empresa, pero a un cierto nivel de inflación, la relación se invirtió y también existió una conexión en forma de (U) entre el ciclo operativo y las tenencias de efectivo de la empresa y esta relación se vieron afectados por cambios en el nivel de inflación. Los aumentos en la presión inflacionaria indudablemente influyen en la cantidad y el costo de la oferta monetaria, lo que afecta la compensación entre los costos y los beneficios de tener efectivo. Además, el ciclo operativo de una empresa, que está directamente relacionado con el tiempo y la velocidad a la que gana efectivo, también influye en su nivel de tenencia del mismo.

Palazzo (2012) afirmó que, desde la perspectiva de los costos y beneficios de las tenencias de efectivo como decisión que tienen que llevar a cabo todas las empresas, la inflación afecta el costo y el valor de la oferta de capital. El aumento de la inflación también induce el control macroeconómico del gobierno, lo que afecta directamente el costo y el valor de la oferta de capital. El ciclo operativo de una empresa indica la velocidad y la escala de su adquisición de flujo de efectivo, que luego influye en los costos y beneficios de las tenencias internas de efectivo. Una empresa es inseparable de su entorno externo, es decir los cambios en el entorno externo y cómo las empresas hacen

ajustes a la compensación no es más que la acción que se desea llevar a cabo en materia de esta investigación para determinar si existe alguna tendencia respecto de la misma. Los períodos de inflación influyen en el desempeño operativo de las empresas, la situación administrativa y la necesidad y el suministro de efectivo; Por lo tanto, necesitan cambiar de forma activa o pasiva sus niveles de tenencia de efectivo.

Opler y otros (1999) afirmaron que más allá de que las empresas deban tener en cuenta el capital de trabajo como una de las principales variables sobre las cuales se modifican sus decisiones también deben de tener en cuenta la inversión. La inversión, en las empresas cuando no disponen de capital propio dan cuenta de la necesidad de analizar el financiamiento en la medida de cuál es la fuente que mejor se adecua a sus necesidades, como así también a su entorno. El financiamiento, en contexto de inflación, según los autores, para las unidades superavitarias, al momento de coordinar con aquellas deficitarias, exige tasas de interés más altas para compensar la pérdida de poder adquisitivo, los inversionistas requieren una tasa de retorno de inversión adicional, que determina la tasa de retorno de inversión esperada. Al evaluar un proyecto de inversión, la tasa de retorno de inversión esperada se usa generalmente como la tasa de descuento para ajustar la cantidad de flujo de efectivo futuro al valor presente. Esto da como resultado un valor presente neto positivo de los proyectos de inversión empresarial, ya que se reducen el valor de las oportunidades de inversión y los posibles rendimientos de inversión futuros de las tenencias de efectivo a tasa corporativa.

En períodos de inflación, las empresas necesitan más dinero para comprar la misma cantidad de materias primas y otros bienes, absorbiendo así más de su capital de trabajo, mientras que también generan menos dinero a través de sus ciclos operativos. Luque (2019) quien menciona que el capital de trabajo puede ser entendido como un indicador que, si bien no resulta un cociente entre dos variables, si muestra la salud financiera de una organización en el corto plazo. En sí, menciona que la interpretación de este indicador da cuenta que un valor positivo denota la capacidad que tiene la empresa para invertir, es decir que si los activos corrientes no superan los pasivos corrientes la empresa tendrá incapacidad de cumplir con sus acreedores y sus inversiones disminuyen su valor o bien no pueden volver a realizarse.

En relación a esta gestión del capital del trabajo es que Brealey, Myers y Allen (2011) mencionan que así como las fuentes de financiamiento presentan una relación entre

el rendimiento y el riesgo, siendo que a mayor riesgo el rendimiento esperado será superior, en el capital de trabajo ocurre una situación similar. En sí, los autores hacen referencia a que una estrategia arriesgada de gestionar los activos corrientes, disminuyendo aquellos que tengan menor rentabilidad priorizando las deudas a corto plazos sobre las de largo, es una presunción que puede generar beneficios positivos dado que los costos explícitos de corto son menores a los de largo, por lo que la venta de activos para cubrir pasivos sería una solución arriesgada porque se quita liquidez a la organización, pero a la vez el rendimiento esperado será mayor.

Fasanando y Delgado (2021) realizan un aporte similar mencionan que los ajustes temporales de las principales variables que componen el capital de trabajo, como lo son las cuentas por pagar, cuentas por pagar y la rotación de inventarios es uno de los enfoques que mayor rendimiento generan porque se disminuye la exposición al riesgo y se minimiza la posibilidad de incumplimiento de pago por falta de liquidez. En este sentido es que los autores hacen referencia a la liquidez como la tercera variable, aparte del rendimiento y del riesgo que debe de ser analizada al momento de gestionar el capital de trabajo. La liquidez hace, según los autores al período de conversión o período de efectivo sobre el cual debe tener control y estimación toda organización. Al momento de analizar los vencimientos de los pasivos, es que se debe de estructurar la política de endeudamiento teniendo en cuenta que la liquidez de la empresa, en aquellas comerciales específicamente y que venden productos de gran rotación, la certidumbre en el pago de las cuentas por cobrar.

En síntesis, en la visión de Luque (2019) la gestión del rendimiento, del riesgo y de la liquidez en materia de estudio de la gestión del capital de trabajo es la forma en demostrar una estrategia contable por medio de la cual el equilibrio entre el activo y el pasivo corriente de la empresa permite mostrar una adecuada administración del inventario, el efectivo, las cuentas por pagar y por cobrar. Por lo tanto, se espera que cuando aumente la tasa de inflación, las empresas compren materias primas para evitar un aumento en el costo en un lado, e intercambiar su liquidez con algún otro inmueble y oro, cuyos valores se incrementarán a medida que la tasa de inflación aumenta, para evitar una disminución del poder adquisitivo en el otro lado, lo que, a su vez, conduce a una disminución en las empresas tenencia de efectivo (Friedman, 1977).

Por otro lado, un aumento continuo en la tasa de inflación lleva al gobierno regular la macroeconomía a través de políticas monetarias, incluido un aumento en la tasa de



reserva de depósitos, una mejora en tasa de interés así como en el control de la escala crediticia en la banca comercial. Implementando la condición exacta requerida para los préstamos, los bancos generarán algunas limitaciones de financiación externa para las empresas (Stiglitz y Weiss, 1981). Estos factores provocan cambios en el nivel de liquidez de la empresa en estas circunstancias, los activos de la empresa han cambiado y las empresas convirtieron sus activos en efectivo, lo que aumenta las tenencias de efectivo de las empresas, en consecuencia, puede ser Se espera que la relación entre la inflación y las tenencias de efectivo no sea fija y pueda cambiar de dirección en un momento, según también adhiere Wanga y otros (2014).

La estimación de la estructura de capital óptima en una empresa comienza con la determinación, en la visión de Mondragón Hernández (2013) de que existen diferentes análisis que resultan necesarios para que sea posible llegar a la determinación del máximo valor de una empresa, con niveles óptimos de endeudamiento y apalancamiento.

La determinación de estos conceptos, tanto de niveles óptimos de apalancamiento como de endeudamiento, surge del estudio de los diferentes Estados Contables que propone la organización para de este modo llevar a cabo un estudio de cuáles son los plazos de cobros y pagos óptimos, el ciclo de tesorería y el estudio del impacto de las fuentes de financiamiento actuales en la empresa. En esta visión es que según Serrano Battison (2020) la clave para llevar a cabo un adecuado análisis de la estructura de financiamiento óptima ocurre por medio de los índices financieros que se utilizan como herramienta esencial para el desarrollo de una buena salud financiera en las empresas.

En esta misma línea de análisis Ochoa Ramírez y Toscano Moctezuma (2012) plantean que toda organización debe contar con la comparación de razones o magnitudes, para emprender no sólo un diagnóstico de su situación sino también para optar por una fuente de financiamiento u otra, en las condiciones que el mercado establezca.

Freire, Gonzaga, Freire, Rodríguez y Granda (2016) mencionan que los indicadores que deberían de comenzar a analizarse para la determinación de la estructura de capital óptima son los de liquidez, ya que permiten no sólo evaluar la situación y el desempeño de la empresa a nivel económico a corto plazo, sino que permite observar y detectar falencias internas que podrían provocar las mismas condiciones a futuro, por lo que el problema se encuadra en una necesidad superior de financiamiento. A su vez, los autores mencionan que la liquidez forma parte de un concepto más amplio que abarca la medición de la

competitividad que tiene una empresa en el ámbito de su participación en el entorno en que se desarrolla. La liquidez, desde el punto de vista de los autores implica la determinación de las decisiones de activo y de financiamiento que utiliza la empresa, por lo que todo indicador que complementa dicho análisis resultará útil para la organización en su proceso de toma de decisiones sobre qué recursos financieros disponer.

Entre estos indicadores es que se encuentran las denominadas razones de actividad, las cuales muestran con qué velocidad las cuentas se transforman en ventas o bien en efectivo, es decir consiste, en la visión de Gitman y Chad (2012) en la entrada y salida de dinero, es decir el flujo del mismo. Este indicador tiene una sub clasificación en el período promedio de cobro y de pago. Ambos indicadores buscan identificar las políticas de cobro y de cuentas por pagar para evitar los días de demora entre las variables. Estos indicadores técnicos implican un período promedio de pago que se calcula como los cocientes entre las cuentas por cobrar y pagar en función de las ventas anuales, el primero de los conceptos y las compras anuales en el caso del segundo. Más allá de estos indicadores de liquidez más tradicionales en la visión de los autores se encuentran las razones de endeudamiento.

Las razones de endeudamiento según Gitman y Chad (2012) muestran también cómo el valor del dinero puede generar no sólo un beneficio a corto plazo sino también un costo a largo plazo, específicamente, en relación a las obligaciones y compromisos en los que incurre la empresa. Estos indicadores, específicamente para la temática y el entorno de cuestión, muestran dos tipos de razones, la de cargos de interés fijo que mide la capacidad de una organización de hacer frente a los pagos de intereses previamente asumidos, seguidos de los índices de cobertura de los pagos fijo, que se comprenden como la capacidad para las deudas fijas. En el caso de los dos primeros tipos de razones de endeudamiento, las mismas suelen asimilarse al pago de intereses y de la amortización del capital para los créditos bancarios, por ejemplo.

En cuanto a las razones de rentabilidad aquí se encuentran el margen de utilidad bruta, operativa y neta, como así también el rendimiento de los activos totales y de ganancias por acción. El margen de utilidad bruta se entiende como el porcentaje que puede observar la empresa por cada venta que realiza en base al pago de sus bienes. Mientras más elevado resulte este margen de utilidad bruta mejor será la situación de la empresa, por lo que este indicador financiero es altamente utilizado para medir la salud de la empresa, según la visión de los autores. En este mismo contexto la utilidad operativa

incorpora al anterior concepto, la deducción de los costos y gastos, excluyendo los intereses, impuestos y dividendos de las organizaciones. Mientras que para el caso de la utilidad neta indica la tasa de utilidad que se obtiene de las ventas y de otros ingresos valorando el tiempo que transcurre entre los distintos momentos del tiempo.

Más allá del cálculo de este conjunto de indicadores, Freire, Gonzaga, Freire, Rodríguez y Granda (2016) mencionan que la base para alcanzar el mayor valor posible en estos es por medio de una disciplina en las razones de liquidez y de endeudamiento, ya que permiten obtener una visión de cómo se llevará a cabo una administración financiera adecuada, basándose en un diagnóstico de los recursos financieros y las finanzas de la empresa.

En cuanto a las exposiciones realizadas anteriormente es necesario tener en cuenta que, en la visión de los autores, el trabajo de decisión de qué fuente de financiamiento utilizar no resulta un análisis a tener en cuenta de manera aislada con una decisión simplemente de conveniencia de la alternativa de financiamiento más económica, sino que debe de acompañarse con el estudio de ratios, ex ante y ex post, para medir cambios e impactos positivos entre ambos. La administración adecuada del dinero más allá de la obtención y disposición del mismo implica tener en cuenta que es necesario el cumplimiento de la eficiencia como una variable que forma parte de la gestión financiera de una organización. Particularmente, la eficiencia se busca en las principales acciones que lleva a cabo una empresa del sector financiero, cobros y pagos, por lo que la velocidad del primero y la necesidad del segundo determinarán los requerimientos del ciclo comercial donde se recibe la utilidad de una venta. En este sentido acompañar el estudio con una proyección del flujo de efectivo de una empresa, puede ser útil para determinar, más allá de la temporalidad los recursos con que dispone en cada momento del tiempo.

Una posibilidad de llevar a cabo un control sobre esta variable lo realiza Durán (2012) quien menciona que el inventario es una de las variables que permite mejorar el uso del dinero. En particular, se observa que para mejorar el uso del dinero es necesario tener un valor de inventario disponible que permita las operaciones de la empresa, pero a la vez busque minimizar el costo total de los mismos, en lo que implica la realización del pedido y el mantenimiento del mismo. En este sentido se requiere de analizar las técnicas de inventario para de este modo optimizar las utilidades de invertir el excedente en otras actividades que resulten más rentables para la empresa.

En complementariedad, Pinilla Moreno (2017) menciona que en la administración del dinero de una empresa es relevante que la misma tenga en cuenta que todo cambio que realice en la forma de organizar el proceso de cobros y pagos tendrá su correlato en la mejora en la rentabilidad de la organización dado que permitirá alcanzar aquellas actividades que le permiten a la organización utilizar el dinero en las mejores alternativas que se encuentran disponibles.

La relación entre la inflación y el valor de endeudamiento de la empresa, como así también de su liquidez y de la relación que se mencionó anteriormente de estos conceptos, pone de manifiesto la necesidad de contar con un análisis de cuáles son las diferentes teorías que existen, brevemente para la aplicación de esta decisión. El objetivo de esta exposición es determinar cuál es el aporte que se realiza en esta materia para el caso de la influencia de la inflación en las mismas.

#### *Teorías de determinación de la estructura óptima de capital*

En primer lugar, se observó lo que se denomina la teoría de la separación de Fisher (1930) donde si bien no se estableció una regla específica para llevar a cabo la toma de decisiones, se afirmó que las mismas estarán signadas por la maximización de beneficios. En otras palabras, el autor planteaba la irrelevancia de las diferentes fuentes de financiamiento mientras se optará por aquella que maximizará el valor de la empresa. Por su parte, Modigliani y Miller (1958), plantearon que la política financiera de una empresa debe concentrarse en agregar valor a los activos reales, ya que estos permiten incrementar la rentabilidad de la empresa y de los accionistas

Otro enfoque que resulta posible de analizar en la visión de Guardo, Arrieta y Cardozo (2018) es aquel denominado trade off el cual plantea que las decisiones de financiación deben de buscar la elección gradual del endeudamiento de la empresa, hasta alcanzar su óptimo. En palabras concretas, este tipo de teoría se basa en una visión microeconómica de que es necesario la igualación entre el beneficio fiscal que genera la emisión de deuda y el aumento del endeudamiento, es decir la optimización restringida de una maximización de beneficios donde se iguala el ingreso marginal, en este caso entendido como un ahorro y el costo marginal, en este caso particular del endeudamiento.

En cuanto a la determinación de qué teoría implementar en la elección para las empresas de América Latina, es que Rojas (2017) menciona que si bien la más utilizada

suele ser aquella en que se intenta poner de manifiesto la optimización de los resultados, en los países que conforman la región se observa una limitante tendiente a resolver, existen fallas de oferta y de demanda, que ocurre tanto por los intermediarios financieros como por los solicitante de los fondos que hace que la elección se reduzca a la posibilidad o no de aplicar a las condiciones vigentes.

En esta elección, si bien Rojas (2017) menciona que suele encontrarse primero el aporte de los socios como la alternativa que primero eligen los diferentes empresarios, es una realidad que no siempre la existencia de las reservas por parte de este grupo cubren las necesidades que se requiere por parte de la organización, por lo que la búsqueda de fondos en terceros se vuelve una necesidad. En esta búsqueda de fondos, el autor pone de manifiesto que es necesario en primer lugar llevar a cabo un diagnóstico esencial interno. En el análisis interno si no se incluye adecuadamente la inflación la distorsión ocurrirá.

Según Martínez, Scherger y Guercio (2019) la teoría de la jerarquía es uno de los principales cuerpos teóricos que se utilizan al momento de decidir cuál es la fuente de financiamiento que resulta más adecuada para una empresa. Los autores definen a esta metodología de selección de alternativas disponibles como aquella mediante la cual es posible establecer un orden de preferencias para el selector de la fuente en función de la minimización del costo incurrido para el acceso a los fondos.

La teoría de la jerarquía, según Guardo, Arrieta y Cardozo (2018), a su vez plantea que las decisiones de financiamiento se complementan de un estudio de la determinación de las formas de mitigar las distorsiones que genera el hecho de que los mercados no sean perfectos. La información asimétrica en estas decisiones provoca que se incorpore un riesgo adicional al que toda fuente de financiamiento posee, aquel relacionado con la inherencia del mercado que debe de llevar a cabo un análisis adicional para evitar su sobre y sub estimación, que perjudique la elección de la empresa.

En esta situación es que Martínez, Scherger y Guercio (2019) afirman que en el proceso de toma de decisiones, la financiación ocurre primero por medio de los recursos propios, que no solo se consideran como una inyección de dinero proveniente por parte de los propietarios como aporte, sino también pueden provenir de ganancias no distribuidas. En el caso de que esta alternativa se agote, el procedimiento posterior consiste en buscar los fondos necesario por medio de diferentes fuentes, tanto bancarias como no, que dispongan del menor costo posible. En la visión de los autores bajo este criterio, si bien no

predomina una clasificación de las fuentes de financiamiento entre internas y externas, es una realidad que el proceso en la práctica busca primero ser solucionado con recursos internos.

Frank, Goyal y Shen (2020) afirman que la teoría del orden jerárquico tiene como principal componente en su funcionamiento el hecho de que las empresas generan déficits de dinero a lo largo de su ciclo de vida, que no está necesariamente relacionado de manera proporcional con su capacidad de endeudamiento, sino más bien de alcanzar aquel que resulte óptimo. En particular, el estudio realizado por los mismos demostró que no todas las empresas que fueron relevadas como aquellas que necesitaron fondos durante los años 2018 a 2019 llegaron al máximo de su capacidad de endeudamiento, sino que fue por la correcta estimación de la capacidad de endeudarse que muchas empresas del relevamiento recurrieron a diferentes fuentes para financiarse.

Pérez, Bertoni y Sattler (2015) mencionan que la tesis del orden jerárquico buscó perfeccionar la visión de Modigliani y Miller en su desarrollo, aunque ambas tienen en común el descubrimiento de que ocurren imperfecciones en el mercado. Estas imperfecciones se encuentran entre otros motivos lideradas por el rol que cumplen los decisores dentro de la empresa, es decir los ejecutivos y la búsqueda de maximización de ganancias.

En contraposición a la teoría presentada por la jerarquía financiera se encuentra la planteada por Modigliani y Miller (1958) sobre la selección de la alternativa de financiamiento relacionada con la posibilidad que tiene una organización de encontrar aquella que incremente el valor de la empresa. En la selección de las fuentes, los autores consideran que este análisis forma parte de una planificación financiera que toda organización debería de llevar a cabo, por medio de la cual es posible compensar los costos de una alternativa de financiamiento con los costos asumidos para llevarla a cabo. Si bien esta postura en la elección de las fuentes de financiamiento nuevamente no distingue si las mismas son fuentes internas o externas, su aplicación es relevante para la dinámica de las PyMEs tanto en contexto de crisis como en los de abundancia.

En este sentido Guitiérrez Urzúa y Encina (2019) plantearon que esta es una de las teorías que deberían de llevarse a cabo especialmente en contextos de crisis, ya que en este caso la organización requiere los fondos para llevar a cabo sus actividades por lo cual la selección de las alternativas buscará minimizar el impacto negativo sobre el valor de la

empresa, tomando como ganadora aquella que le implique la menor caída en el valor de la misma.

El segundo enfoque que resulta posible de analizar en la visión de Guardo, Arrieta y Cardozo (2018) es aquel denominado trade off el cual plantea que las decisiones de financiación deben de buscar la elección gradual del endeudamiento de la empresa, hasta alcanzar su óptimo. En palabras concretas, este tipo de teoría se basa en una visión microeconómica de que es necesario la igualación entre el beneficio fiscal que genera la emisión de deuda y el aumento del endeudamiento, es decir la optimización restringida de una maximización de beneficios donde se iguala el ingreso marginal, en este caso entendido como un ahorro y el costo marginal, en este caso particular del endeudamiento

La importancia en el estudio de las distintas fuentes de financiamiento disponibles que se encuentran para aplicar las teorías mencionadas anteriormente se visualizó en el aporte de Beck (2000) quien plantea que el análisis de las políticas de acceso al crédito de un país, para las empresas que desarrollan en él sus actividades, se debe de realizar en base a dar respuestas a tres grandes interrogantes; cuál es el rol del crédito en la posibilidad de las empresas en crecimiento, cómo es la contribución del sistema financiero en la asignación eficiente de capital y por último, cuál es la importancia que tiene el crédito para la supervivencia de las empresas. En este conjunto de interrogantes es necesario mencionar que cada una de las fuentes de financiamiento que se encuentran disponibles en el mercado desempeña un papel diferente.

El análisis de estas teorías para el caso particular de la intervención de la inflación dentro de ella se justifica desde la visión de Lamberto (2017) que analiza cómo esta variable modificó las decisiones de las empresas en contextos inflacionarios. El autor en este texto menciona que tanto para la teoría de la jerarquía como la teoría del trade off, las decisiones de financiamiento deben estar analizadas desde el punto de vista que el rendimiento de la inversión que se tiene a lo largo del tiempo que dure la misma debe ser mayor a su costo.

En el cálculo del costo de la inversión, es que Pascale (2009) plantea que la inflación influye de manera negativa en su estimación. En pos de analizar este costo variable dentro del período de inversión que se asocia al costo del financiamiento es que el autor planteó diferentes acciones que se deben de tomar en cuenta al momento de llevar a cabo el análisis en un contexto inflacionario. En primer lugar se requiere según el autor de

un análisis de mercado que permita entender el *pass-through* de los precios. Este último fenómeno se entiende de manera simple como el tiempo en que los precios se ajustan al aumento en los costos, independientemente cuál sea la fuente de generación de inflación el aumento en los costos debe, ante el establecimiento de un margen de ganancia que se mantenga en el tiempo, modificarse para evitar su cambio.

### **El proceso inflacionario en Argentina**

Históricamente, Argentina se caracterizó por numerosos episodios inflacionarios e hiperinflacionarios. “Durante los últimos 100 años, la tasa de inflación promedio fue de 105% anual, siendo el máximo histórico de 3.079% en 1989” (Cámara Argentina de Comercio y Servicios, 2018:1). Rapaport (2010) reseña que en la etapa del modelo agroexportador (1880-1930) la inflación estuvo muy relacionada a la evolución de los precios internacionales, sin embargo, las recurrentes crisis del modelo también estuvieron signadas por las emisiones monetarias.

La fuerte relación entre la inflación y la macroeconomía nos ayuda a explicar porque es de relevancia analizar esta variable económica durante los períodos de crecimiento y contracción de la economía. El fenómeno inflacionario en países como Argentina tiene a acelerarse cuando el crecimiento de la economía es lento, de forma de aumentar el consumo presente de los individuos. El hecho de que ambas demuestren una correlación negativa indica que al aumentar el PIB real argentino, la tasa de inflación disminuye reforzando un comportamiento procíclico de la política fiscal. En los malos momentos económicos, elevadas tasas de inflación explican la erosión del valor real del gasto público en dependencias gubernamentales consecuencia de grandes déficits fiscales

Con la depresión y la culminación de las guerras mundiales, los países se cerraron económicamente, a diferencia del periodo anterior. A partir de 1940 se intensificó la industrialización y se definieron cambios en la distribución de los ingresos. La inflación generada en aquella época estuvo más bien impulsada por factores internos como la rigidez de la oferta y el aumento de la estructura de costos, especialmente por mejoras salariales. En la década del '90 se aplicaron políticas de estabilidad monetaria como el plan de convertibilidad, pero el endeudamiento internacional causado por el desequilibrio fiscal llevó el modelo al colapso con la crisis del 2001.

En la visión de describir el efecto de la inflación en la economía de Argentina es que Cachanosky y Ferrelli Mazza (2019) realizan una breve descripción de las épocas que



pasaron en la economía del país para dimensionar el flagelo que la misma implicó. En primer lugar, durante la década de 1990 fue un período de baja inflación que terminó con la crisis de 2001. La tasa de inflación alcanzó su punto máximo 40 por ciento a principios de 2003 y rápidamente descendió a niveles bajos. Sin embargo, rápidamente comenzó a subir nuevamente en 2004. A partir de 2007 (o tal vez antes) la administración Kirchner comenzó a alterar las estimaciones oficiales de inflación general.

En este momento se comenzaron a utilizar estimaciones privadas por nacionales y los analistas se convirtieron en el dato de referencia de la inflación haciendo evidente la falta de confiabilidad de los números. Debido a presiones de la Secretaría de Comercio a los autores de las estimaciones de inflación estas cifras de inflación comenzaron a ser expuestas por miembros del Congreso. Según estas estimaciones privadas, a mediados de 2007 la tasa de inflación anual alcanzó un máximo de casi el 30 por ciento. Después de caída de la tasa de inflación, que coincide con la crisis financiera de 2008, la tasa de inflación anual se estabiliza entre el 20 y el 25 por ciento para alcanzar un nuevo pico del 40 por ciento a fines de 2014. Después de este pico, el BCRA reduce la tasa de expansión monetaria, en parte mediante la venta de futuros en USD. La caída de la inflación a fines de 2015 y el repunte de principios de 2016 se debe en parte a esta política.

El proceso inflacionario que vivenció Argentina durante los últimos años, según Ocampo (2021) puede asimilarse a un proceso hiperinflacionario, provocado por la necesidad de financiación del déficit fiscal como porcentaje del producto de la economía que se solventa con emisión monetaria. Específicamente, según el autor es necesario mencionar cuál es el proceso mediante el cual un déficit fiscal se encuentra relacionado con la inflación para comprender la dinámica que evidencia Argentina.

En primer lugar, Ocampo (2021) introduce la visión monetaria de la inflación en la que, en una visión simplificada de la teoría cuantitativa del dinero, la cantidad nominal de dinero en producto con la velocidad de circulación del mismo se iguala al valor real del producto de la economía (precio por cantidad producida de bienes). En la visión monetarista se evidenció que, para un análisis de largo plazo la velocidad de circulación del dinero es una variable que permanece relativamente constante, mientras que el producto de la economía si bien puede aumentar tampoco presenta grandes sobresaltos. Esta situación permite concluir que cualquier aumento que ocurra dentro entonces en el nivel de emisión monetaria ocurre un traslado inmediato al nivel de precios. El incremento

en el nivel de precios de este modo, en el largo plazo, se traduce por un incremento en la cantidad de dinero.

Una vez explicitada este funcionamiento el autor Ocampo (2021) menciona que una economía dispone, al momento de financiar su déficit, tres vías tradicionales de realizarlo. El estado para el financiamiento de un gasto recurre al cobro de impuesto, el endeudamiento con el sector privado (interno y externo) y a la emisión monetaria. Cuando hace uso de este último mecanismo generará un deterioro de los saldos reales de quienes posean dinero en efectivo y depósitos que no generen rendimiento (cuenta corriente), ya que una mayor cantidad de dinero provoca un mayor nivel de precios en la economía; a esta pérdida de valor de esos saldos reales se lo llama "impuesto inflacionario". A su vez, se afirma que este impuesto es muy regresivo ya que afecta principalmente a los sectores de menores recursos, quienes no pueden adquirir otros activos (financieros o reales) que generen un rendimiento.

En particular se tiene que el aumento general de los precios deteriora el poder adquisitivo de los sectores con ingresos fijos, especialmente el ingreso real. A su vez, se tiene que permanente sus ingresos esperan la actualización para mantener su poder de compra, mientras decae dentro del periodo ya que los precios crecen continuamente, por lo tanto la forma correcta de mantener su poder adquisitivo es a través de actualizar sus ingresos con la misma velocidad en que suben los precios. En una visión complementaria se observa que en aquellos grupos de ingresos variables su ingreso real dependerá de la velocidad de ajuste de su ingreso nominal respecto de los precios. Pero aquí el crecimiento del ingreso nominal depende de la velocidad con que cada empresa ajuste sus propios precios de venta. Si la empresa sube los precios más rápido que el crecimiento del nivel general de precios, entonces su ingreso real aumenta. En caso contrario su ingreso real decae.

A largo plazo, un aumento del crecimiento de la cantidad nominal de dinero provoca, pues, una reducción de los saldos reales, porque al provocar un aumento en el tipo de interés nominal siendo constante el nivel de producción en el largo plazo, disminuye la demanda real de dinero, siendo necesario una caída en la oferta real para mantener el equilibrio.

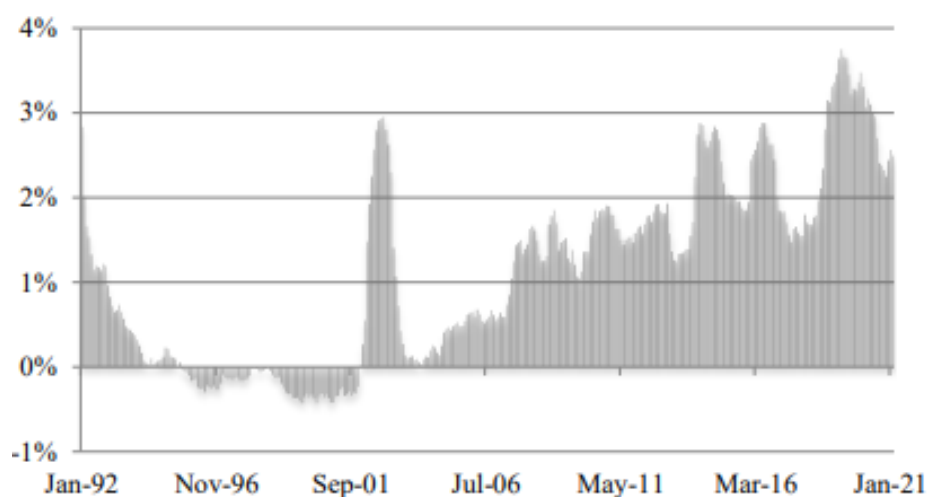
En función de las causas y consecuencia de la emisión monetaria que se mencionaron anteriormente Ocampo (2021) menciona que desde los últimos años, en

especial desde la gestión de Alberto Fernández ocurrió una imposibilidad de la nación de acceder a financiamiento externo o bien interno mediante la emisión de bonos, por lo que recurrieron a la emisión monetaria.

En especial el autor menciona que, para el año 2020 el déficit fiscal alcanzó el 8,5% del PIB que con un acceso limitado al financiamiento de la deuda a nivel local e internacional, ocurrió incrementos de niveles de primas de riesgo país que implican un incumplimiento soberano y una oferta monetaria creciendo al 80% anual, han llevado a algunos analistas a predecir que el país podría estar encaminándose hacia una hiperinflación moderna de 3 dígitos. Aunque esta afirmación aún no se encuentra demostrada totalmente, como así tampoco tiene el apoyo de la opinión pública existe una proyección del pronóstico de inflación consensuado para 2021 es del 50%. Este nivel es significativamente por debajo de cualquier definición de hiperinflación, pero alto para los estándares globales ya que en el ranking mundial, es la quinta economía con el valor más alto del año. Aún más preocupante, durante la última década la inflación ha mostrado una persistente tendencia al alza. La tasa de inflación anual promedio desde enero de 2019 fue del 45%.

En el siguiente gráfico se muestra la variación mencionada anteriormente como así también toda la composición mencionada anteriormente respecto de la experiencia de Argentina.

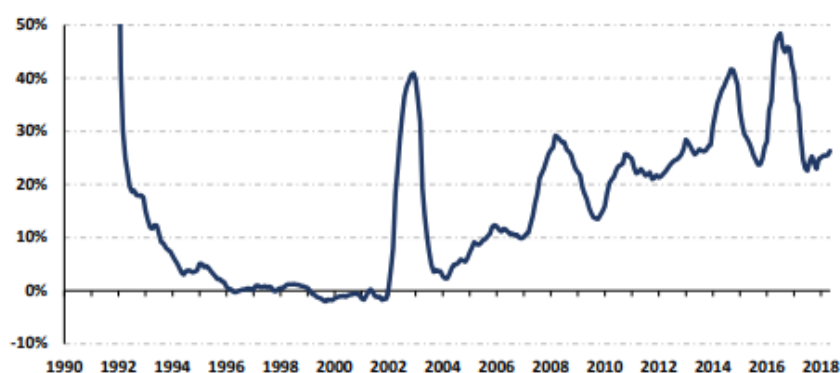
Ilustración 2: Evolución de la Inflación de Argentina desde la convertibilidad hasta la actualidad



Fuente: Ocampo (2021)

Por lo tanto, la estructura económica argentina es proclive a fomentar los procesos inflacionarios. Así lo demuestra Dulcich (2016) en un análisis de variables macroeconómicas para el periodo 2001-2014, es decir, a partir de la salida de la convertibilidad.

Gráfico 1: Variación interanual de precios al consumidor (1990-2018).



Fuente: Cámara Argentina de Comercio y Servicios (2018).

Todas las economías principales del mundo tienen una inflación que ronda del 2% al 4% anual, lo cual no se califica como proceso inflacionario. Se la considera normal o de estabilidad. Sólo cuando la inflación supera el 5% anual los gobiernos comienzan a tomar medidas para controlarla y no suele ser preocupante hasta que no supera el 10% anual. Arriba de ese parámetro ya se considera un tema a revertir y pasa a ser materia de suma relevancia si se prevé alcanzar el 25% o más (Kerner, 2014).

Sumamente preocupante es la situación inflacionaria de Argentina actualmente, que viene registrando un 47,6 en el año 2018, un 53,8% en 2019, un 36,1% en 2020 y más de un 17,6% en los primeros cuatro meses del año presente (INDEC, 2021).

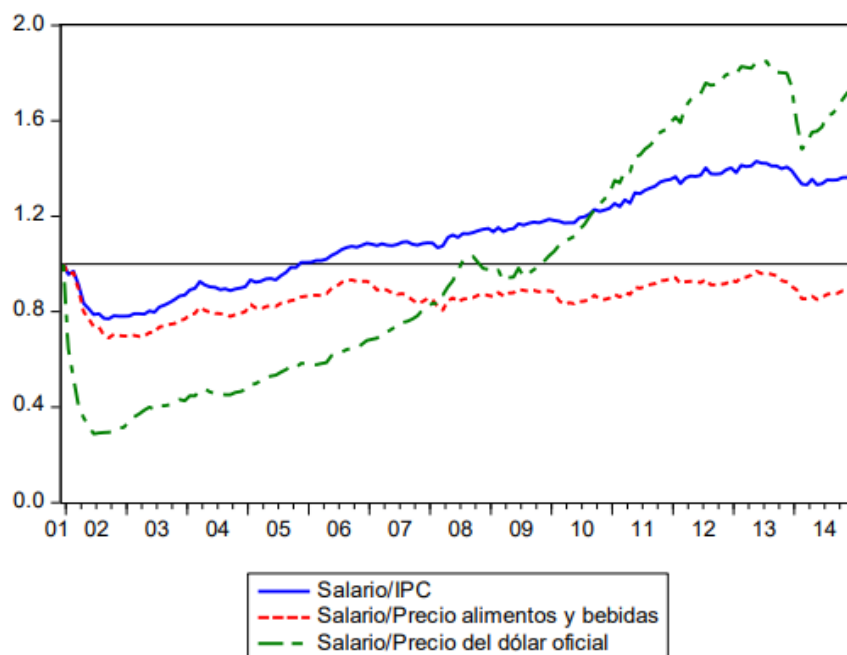
En este contexto se observa que también es necesario mencionar, según Ocampo (2021) el contexto mediante el cual ocurre el deterioro de las diferentes decisiones financieras. En realidad, en economías como Argentina que están muy dolarizadas y en las que el gobierno interviene regularmente en los mercados cambiario, financiero, de bienes y laboral, es posible utilizar la tasa de aumento del tipo de cambio del dólar como un sustituto de la degradación de la moneda parece estar empíricamente justificada.

Otro problema surge cuando los gobiernos mantienen un tipo de cambio fijo e imponer controles estrictos sobre los movimientos de capital y divisas actas. En especial el autor menciona que la gestión en materia de inflación de Argentina se encuentra demostrada bajo la hipótesis de que la economía recurrirá a la postura de Dornbusch y Fischer (1986) quienes observaron que los problemas permanentes de la economía argentina son los déficits presupuestarios y las demandas de salarios reales que conducen a la pérdida de competitividad, crisis de pagos, depreciación e inflación. Esta afirmación realizada por los autores da cuenta que si bien existen diferentes incentivos para llevar a cabo una mejora en la gestión de la inflación, es necesario entender que el problema se encuentra o radica en problemas cruciales como lo es el déficit fiscal y la pérdida de competitividad.

En el análisis del proceso inflacionario para Argentina en la década de los 2000, se encuentra el aporte realizado por Frenkel, Ros y Friedheim (2016) quienes intentaron determinar en este desarrollo los factores de la inflación en el período 2003-2015 analizando las diferentes posibles explicaciones de la inflación;

- Salarios: en este período las tasas de los salarios en este período fueron determinadas por la política salarial resultante de la acción del gobierno y los sindicatos y por esta razón son consideradas exógenas en nuestro modelo. Esta situación se puede observar en la siguiente ilustración sobre el salario real en pesos, dólares como así también en alimentos y bebidas.

Ilustración 3: Evolución de los salarios



Fuente: Frenkel, Ros y Friedheim (2016)

En relación al factor anterior se tiene que las tasas de aumento del salario tienden a ser menores que la inflación pasada, esta situación genera que si bien ha sido un factor determinante en materia de la evolución de la inflación, los autores afirman que la evolución de los diferentes niveles resultó ser una consecuencia más que una causa. En materia de inflación de costos, se tiene que esta primera explicación donde la evolución de los mismos afecta directamente a la evolución de los precios parece no ser una posible explicación. Sin embargo, los autores indagan sobre el segundo posible efecto que puede generar efectos nocivos en el nivel de precios, el aumento en el precio del dólar por la dependencia que tiene el país en materia de los insumos importados.

Esta situación genera que si bien es posible observar que los mismos han presentado a lo largo del período situaciones variables, se tiene que, según Frenkel, Ros y Friedheim (2016);

“Los impulsos sobre la inflación provenientes de los precios de exportación y de los precios de importación de bienes intermedios fueron coincidentes. Por ejemplo, ambos impulsaron la aceleración hasta mediados de 2008 y ambos indujeron la desaceleración entre mediados de 2008 y comienzos de 2010. Entre junio de 2003 y junio de 2008 el

precio internacional de la soja (también proxy de otros precios de productos agrícolas) aumentó 140%. Entre junio de 2008 y noviembre de 2009 el precio internacional de la soja se redujo 33%” (p 24)

El análisis al que concluyeron los autores puede complementarse con la visión planteada por D’Amato y Garegnani (2013) quienes analizaron la evolución de la inflación durante la década de los años 2003 y 2016 donde se tiene que estos resultados sugieren que si bien la inflación no tiene una raíz unitaria, tampoco puede ser considerada como un proceso estacionario, en la medida que se identifican cambios significativos en su valor medio. Esto se interpreta como la posibilidad de que la inflación no sigue una tendencia, es decir que los shocks a un proceso de raíz unitaria tienen efectos permanentes que no decaen como lo harían si el proceso fuese estacionario.

### **Efectos de la inflación en la información contable: la administración financiera**

El concepto de administración financiera se fortalece con el desarrollo de Van Horne y Wachowicz (2010), sobre el concepto de qué se entiende por administración de recursos dentro de una organización. En sí mismos, los autores definen al concepto como el proceso mediante el cual se diseña y esquematiza el ambiente de trabajo de las personas y los indicadores y resultados numéricos. En este punto, es que ambos mencionan que la administración como ciencia es amplia y surge la necesidad, en función del objetivo del investigador, utilizarla con diferentes orientaciones.

En particular, la administración financiera según Van Horne y Wachowicz (2010) es una disciplina que se ocupa de la adquisición, el financiamiento y la administración de bienes con un objetivo específico. La aplicación de este concepto se realiza sobre tres dimensiones o áreas de interés para cualquier gerente encargado de llevar a cabo la dirección de una organización.

El área de decisiones de inversión, según Van Horne y Wachowicz (2010) consiste en un accionar esencial para toda organización debido a que por medio del mismo, se obtiene una visión estratégica de cómo, con una determinada cantidad de bienes es posible maximizar el balance general de la empresa. En relación al área de decisión financiera, se tiene que la misma surge del accionar específico, según los autores, de la acción del gerente en la búsqueda de establecer una política de dividendos o retribución de ganancias para los accionistas. El objetivo en la aplicación de este concepto de la administración

financiera lleva a que sea una necesidad de todo gerente que se maximice el retorno de inversión para cada accionista.

Por último, en relación a la tercera decisión importante que aplica la Administración Financiera según Van Horne y Wachowicz (2010), se encuentra la administración de los bienes o recursos de manera eficiente.

En función de la definición y los aspectos mencionados anteriormente, es posible dar cuenta de que la Administración Financiera como rama de aplicación de la Administración debe cumplimentar, según Brealey y Myers (2009) la maximización del valor del accionista, y para ello estudia las decisiones financieras empresariales en base a un corto y largo plazo, en pos de una estrategia que permita mejorar la gestión del efectivo, las existencias y los dividendos.

Una vez definido el concepto de Administración Financiera, es necesario, según Brealey y Myers (2009) mencionar las características de la Administración Financiera como disciplina. El propósito mismo de la administración financiera es el de comprender, mejorar y potenciar el manejo que hacen las empresas de sus bienes económicos, a través de una serie de conceptos básicos y mecanismos de registro y análisis, para construir una mejor utilización de los activos y pasivos, así como una mejor planificación en el tiempo.

En esta misma línea de análisis, es que los autores remarcan el hecho de que la disciplina en sí misma tiene una aplicación constante en toda organización que se encuentre sujeta al cambio y el cambio es constante. Así, según estos autores, las decisiones en la Administración Financiera deben realizarse en un contexto de mayor competencia corporativa, cambio tecnológico, volatilidad en la inflación y tasas de interés, entre otros factores.

Según Van Horne y Wachowicz (2010) los conceptos que todo director financiero debe tener en cuenta al momento de desempeñar su función son el riesgo y el beneficio. Los autores remarcan la existencia de tres tipos de riesgo:

- Riesgo sistemático, conocido como no diversificable o inevitable, está vinculado a elementos o motivaciones externas al sistema financiero, como la política.
- Riesgo no sistemático, conocido como diversificable, evitable o idiosincrático, tiene que ver con dinámicas propias del mercado como conjunto y es posible reducirlo mediante la diversificación.



- Riesgo total, se entiende como la sumatoria de los dos anteriores riesgos y dará como resultado el total.

El concepto de beneficio de los autores, se relaciona con la creación de valor, en el que el rol del director financiero debe buscar la maximización de la ganancia, lo cual se presenta como el objetivo adecuado de la empresa.

En la búsqueda de las principales herramientas que se deben de utilizar para el caso de aplicar la Administración Financiera como una acción para modificar el curso de acción de las organizaciones, es que se encuentra el aporte de Gitman y Zuter (2012) en que los principales instrumentos son los Estados Contables de las organizaciones;

- El estado de pérdidas y ganancias o estado de resultado.
- El balance general o estado de situación financiera.
- El estado de patrimonio de los accionistas.
- El estado de flujos de efectivo.

En términos generales se tiene que, según la Norma Internacional de Contabilidad N°1 (1997);

“(...) los estados financieros constituyen una representación financiera estructurada de la situación financiera y de las transacciones llevadas a cabo por la empresa. El objetivo de los estados financieros, con propósitos de información general, es suministrar información acerca de la situación y desempeño financieros, así como de los flujos de efectivo, que sea útil a un amplio espectro de usuarios al tomar sus decisiones económicas. Los estados financieros también muestran los resultados de la gestión que los administradores han hecho de los recursos que se les han confiado”. (p 21)

En este sentido, son un tipo de informe contable cuya finalidad es la de informar sobre los recursos económicos y las obligaciones de una entidad en un momento determinado, o sobre los cambios registrados en ellos en un período de tiempo, de conformidad con un marco conceptual de información contable (determinado en resoluciones técnicas). Muestran aspectos patrimoniales, financieros y económicos del ente. Si bien no es la finalidad de la presente investigación realizar una descripción de cada uno de los estados contables antes mencionados, sí resulta necesario mencionar que, según Gitman y Zuter (2012) es posible utilizar las siguientes definiciones;

“El estado de pérdidas y ganancias o estado de resultados proporciona un resumen financiero de los resultados de operación de la empresa durante un periodo específico” (p 57)

“El balance general presenta un estado resumido de la situación financiera de la empresa en un momento específico. El estado sopesa los activos de la empresa (lo que posee) contra su financiamiento, que puede ser deuda (lo que debe) o patrimonio (lo que aportan los dueños)” (p 58)

“El estado de flujos de efectivo es un resumen de los flujos de efectivo de un periodo específico. El estado permite comprender mejor los flujos operativos, de inversión y financieros de la empresa, y los reconcilia con los cambios en su efectivo y sus valores negociables durante el periodo” (p 61)

Independientemente de las definiciones mencionadas, en la Administración Financiera estos estados contables no resultan más que una herramienta de información para que se aplique un análisis particular sobre ellos. Según Pérez (2005) el análisis de la información financiera consiste en desglosar los datos obtenidos de los estados contables, para poder realizar una mejor interpretación de ellos para efectuar un diagnóstico sobre la situación económica y financiera de la empresa, y así facilitar el proceso de toma de decisiones; es decir, mediante este análisis se puede determinar la posición en la que se encuentra una compañía. Parte de este análisis financiero, consiste en la utilización de indicadores financieros, los cuales se utilizan con el propósito de comparación de datos entre periodos (Ross, Westerfield y Jordan, 2007). Entre los índices más destacados, se encuentra, la razón de liquidez, apalancamiento financiero, y razones de rentabilidad.

La importancia que tiene la inclusión de la planificación financiera en el análisis de la administración financiera radica en que la misma se debe entender como un vehículo, es decir, como una herramienta para la creación de las empresas y sus planes. La planificación financiera en este sentido, tiene la posibilidad de que permite visualizar cuáles son los resultados que se tienen en cada uno de los circuitos, como así también, en las diferentes áreas que se tienen en las organizaciones para la búsqueda de un equilibrio económico. El análisis que se utiliza en la planificación financiera es tanto cuantitativo como cualitativo, predominando el primero de ellos en la utilización de diferentes cocientes y razones que muestren el resultado final de la organización.

En relación a los objetivos que tiene la planificación financiera, se tiene que, Andbank (2015) menciona los siguientes;

- Evitar situaciones de falta de disponibilidad de recursos financieros líquidos, los cuales puedan generar limitaciones en el alcance de los objetivos. En este sentido, se tiene que para una empresa, su rentabilidad a largo plazo no se puede alcanzar si no se posee una planificación financiera y una administración financiera correcta que comience en el corto plazo hasta alcanzar períodos de tiempo mayores.
- Evitar un alto costo de oportunidad causado por la mantención de un elevado stock de activos financieros.
- Permitir que la organización disponga de los recursos financieros necesarios para aprovechar las oportunidades de negocios que se puedan presentar.

En particular, en la gestión de la información contable, según la Resolución Técnica N°8 emitida por la FACPCE<sup>3</sup> (1987) manifiesta en su primer capítulo la necesidad de que las empresas generen información contable útil para la toma de decisiones propias y de los terceros interesados. Los usuarios externos de la información contable de la empresa son numerosos y diversos, como es el caso del Estado en sus diferentes niveles, los organismos de control, los inversores actuales y potenciales, los acreedores, los clientes, las entidades financieras, entre otros. “Los estados contables presentan en forma sintética la situación patrimonial y los resultados del ente, para lograr una adecuada visión de conjunto” (FACPCE, 1987: 3).

Cuando se trata de un contexto inflacionario, la información contable histórica pierde utilidad porque no es comparativa y tampoco expone las ganancias o pérdidas producidas por la inflación. Ricciardi (s.f.) opina que un balance sin ajuste por inflación no solo es una caricatura de la realidad, mostrando utilidades o pérdidas ficticias, activos y pasivos con valores inadecuados, sino perdiendo su cualidad principal, la de proporcionar una información clara, oportuna y fehaciente.

Fowler Newton (1976) enumera varias de las consecuencias que trae la inflación a la contabilidad de las empresas, a saber:

- a) El mantenimiento de efectivo y cuentas a cobrar en moneda nacional producen pérdidas que la contabilidad tradicional no registra.
- b) Al comparar ingresos obtenidos en un momento dado con costos erogados en períodos anteriores en que el poder adquisitivo de moneda era mayor, provoca la

---

<sup>3</sup> Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas.

contabilización de ganancias ficticias y puede llevar a decisiones equivocadas al distribuir dividendos.

- c) Se contabilizan como intereses importes que en realidad tienden a compensar los efectos de la pérdida del poder adquisitivo de la moneda, los que no son computados.
- d) Se computan como ventas importes destinados a cubrir al acreedor de los perjuicios de la inflación. Los resultados de las ventas son imputados íntegramente al ejercicio en que se produce la transferencia de propiedad del bien o la prestación del servicio de que se trate, en tanto que el sobreprecio por inflación tiende a cubrir los efectos de la pérdida del valor monetario, debido al período que comienza en el momento de la venta y finaliza en el de la fecha presunta de cobro del correspondiente crédito.
- e) Se debe determinar qué rubros del estado de resultados deben absorber los pasivos resultantes de reajustes por inflación.
- f) Cuando existen controles directos de precio, éstos pueden provocar pérdidas por no poder incrementarse los precios en la medida necesaria para recuperar los costos invertidos de acuerdo con el poder adquisitivo actual de la moneda.
- g) Las cifras de los rubros no monetarios resultan de sumatorias de importes expresados en moneda de poder adquisitivo variable, con lo que pierden significación, ya que pueden haber adquisiciones en distintos momentos.
- h) Al existir magnitudes heterogéneas entre las cifras de los estados, se dificulta la posibilidad de efectuar comparaciones entre ellas (pág.13-15).

Por estos efectos, es que la RT 6, RT 17 y la RT 41 emitidas por la FACPCE establecen el método para realizar los ajustes por inflación cuando el contexto previsto en la normativa se cumpla. Desde el 2018 se determinó obligatorio el ajuste por inflación a los estados contables, que se venían presentando en moneda constante desde el año 2002 (Giacobini, Kiezela y Paludi, 2002). Hasta ese momento, el Estado mantuvo cierto recelo en dejar que se emplee el ajuste por inflación sobre los balances de las empresas argentinas. El problema surgía desde la órbita fiscal.

La exposición de las anteriores consecuencias tiene relevancia en función de las condiciones que debe de cumplimentar la información contable en función de las Normas Internacionales de información financiera (NIIF):

- Utilidad: es la cualidad por medio de la cual se adecua el propósito de la información al usuario, es decir, está basada en contenido informativo que busca satisfacer, a su vez, las siguientes sub-categorías
  - Significación; es decir, la capacidad de mostrar la situación financiera de un ente.
  - Relevancia; consiste en la selección de los elementos que permitan al usuario de la información captar el mensaje y con base al mismo, tomar decisiones.
  - Veracidad, la cual consiste en presentar eventos reales y que los mismos se encuentren correctamente valuados
  - Comparabilidad, consiste en la garantía de que la situación ejemplificada en un momento del tiempo, es comparable en otro.
  - Oportunidad, en tiempo y forma para que el usuario pueda tomar la decisión.
- Confiabilidad; es el grado de aceptación que el usuario tiene de la información para el uso en la toma de decisiones. También, esta característica tiene sub-categorías;
  - Estabilidad, en el sentido de que las reglas y los procedimientos, como así también los principios, sean la metodología de registro y valuación que perdure a lo largo del tiempo pero, que a la vez, permita la flexibilidad de presentar cambios.
  - Objetividad, consiste en que la información que se prepare sea útil para el sistema de gestión del ente y para el usuario, pero que la misma, también sea transparente en no incluir la subjetividad de quien la prepare.
  - Verificabilidad, que la información producida pueda ser verificada por un tercero para que mida su razonabilidad en función de información adicional que contextualice a la empresa.
- Provisionalidad; tener en cuenta que, si bien la actividad del ente perdura en el tiempo, es necesario que la información del mismo se mantenga con un flujo constante, pero que las anteriores características se prueben en un corte de tiempo temporal específico.

En concordancia con el análisis anterior se tiene que Lazzati (2014) menciona en base a la gestión de lo que establece la RT 6 de la FACPCE que el proceso mediante el cual se realiza el ajuste por inflación tiene la necesidad de expresar los estados contables

en moneda constante ha sido reconocida por la Ley 22.903, estableciéndola obligatoriamente para las Sociedades comprendidas en la Ley 19.550 de Sociedades Comerciales. En esta resolución se observa que, se busca realizar la readecuación de los valores expresados para, aplicar como índice de precios;

“La serie de índices que se utilizará es la resultante de combinar el Índice de Precios al Consumidor Nacional (IPC) publicado por el INDEC (mes base: diciembre de 2016) con el IPIM publicado por la FACPCE, tal como lo establece la resolución JG 517/16” (RT 6, p 4)

a) Reexpresar los saldos de activos y pasivos a la fecha de la transición (inicio del período comparativo o inicio del período actual según el caso), en moneda del inicio.

b) Reexpresar los componentes del patrimonio (excluido el resultado acumulado) a la fecha de la transición, en moneda del inicio.

c) Determinar el resultado acumulado a la fecha de la transición, en moneda del inicio, por diferencia entre el patrimonio del paso a), y los componentes reexpresados del paso b).

d) Reexpresar los componentes del patrimonio determinado en los pasos b) y c), al cierre del período (o cierre del período comparativo según el caso), mediante la reexpresión por el coeficiente anual.

e) Reexpresar los movimientos del patrimonio neto, ocurridos en el período (o en el período comparativo, según el caso), y obtención del patrimonio inicial más aportes y menos retiros en moneda de cierre del período (o cierre del período comparativo, según el caso).

f) Determinar los activos y pasivos al cierre del período (o cierre del período comparativo, según el caso), en moneda de cierre mediante la reexpresión de cada componente.

g) Determinación del valor del patrimonio neto al cierre del período (o cierre del período comparativo, según el caso), en moneda de cierre por diferencia entre el activo y el pasivo del paso f).

h) Determinación de los resultados del ejercicio del período (o periodo comparativo, según el caso), en moneda de cierre por comparación entre el patrimonio determinado en el paso g) y el patrimonio determinado en el paso e).

i) Reexpresión de los componentes del estado de resultados (sin los resultados financieros y sin los resultados por tenencia) del período (o periodo comparativo, según el caso), en moneda de cierre.

j) Determinar los resultados financieros y por tenencia, incluyendo el RECPAM, por diferencia entre h) e i).

k) Presentar los resultados determinados de acuerdo con el paso j) empleando lo indicado en las respuestas a las preguntas 24 y 26.

l) Si se está reexpresando desde el inicio del período comparativo (requerido por la NIC 29 y optativo para la Res. 539-184), se continuará repitiendo la aplicación de los pasos f) a k), para el ejercicio corriente.

En el desarrollo de dicho proceso se observa cómo es posible llevar a cabo lo que se denomina el cálculo del coeficiente de reexpresión se obtiene mediante el cociente de dos índices. En el numerador el índice del mes al que se quiere llevar el valor de la partida (reexpresar) y en el denominador el índice del mes de origen de la partida. Cuando el período de origen sea mayor al mes, (habiendo cumplido las condiciones requeridas para esta agrupación), el denominador a considerar es el promedio simple de los índices del período considerado.

La aplicación de las anteriores recomendaciones tiene un costo de no ser aplicado según Fushimi (2013) que tiene diferentes efectos, los cuales enumera en cinco motivos;

- Primer motivo: la información contable pierde total seguridad y relevancia en su análisis razón que justifica que su uso para el proceso de toma de decisiones económicas se obvie. Según el autor; “Aislados, los estados contables son útiles, pero comparados nos permiten medir desempeños y advertir el apego o desvío de los objetivos empresarios planteados “ (p 4)
- Segundo motivo: ausencia de control. La falta de una adecuación de la información contable así como afecta al proceso de toma de decisiones también afecta al proceso mediante el cual se controla el cumplimiento de los objetivos que plantean cada uno de los diferentes representantes de la empresa que buscan alcanzar la

maximización del precio de la empresa en el mercado o bien la maximización del valor de la empresa para el caso de los accionistas. Según el autor; “Que en períodos inflacionarios los estados contables, no ajustados para contemplar los efectos de la inflación sobre los valores de las cuentas que los integran, presentan información que puede considerarse —en términos generales— totalmente distorsionada” ( p 6)

- Tercer motivo: no es posible conocer la suficiencia del capital social. En términos concretos la conformación del capital de la empresa se encuentra en peligro, por ende su endeudamiento y establecimiento de la política óptima de establecimiento de las condiciones de financiamiento. En este último punto, si bien el autor no realiza una exposición respecto de las diferentes teorías que rodean la determinación de la estructura de capital óptima, es posible vislumbrar que por medio de este mecanismo es posible recurrir a la teoría de la jerarquía.
- Cuarto motivo: La no aplicación de los ajustes por inflación que permitan expresar los estados en moneda constante impide segregar los resultados provenientes de las operaciones del ente, de los resultados por tenencia y los resultados por exposición a los cambios en el poder adquisitivo de la moneda. En particular esta cuestión afectaría directamente a la distribución pertinente de las ganancias que conforman parte de la acción a realizar del ente.
- Quinto motivo: generación de reservas ocultas. En particular el autor menciona que la falta de un ajuste por inflación muestra que si la organización no tiene en cuenta el valor verdadero de las plusvalías generadas de los bienes o bien su subvaluación se produce un inadecuado uso de las reservas que perjudican no sólo a los agentes internos, sino también externos como los acreedores.

En este mismo análisis es que se encuentra la visión llevada a cabo en el caso especial de Indacochea (1992) quien menciona que la contabilidad en la administración financiera es el mecanismo por medio del cual se deben de incorporar las anteriores motivaciones para así mostrar la realidad económica lo más acertada posible. En este sentido, y como se observó a lo largo del trabajo, resulta indiscutible la distorsión que genera la inflación en el proceso de toma de decisiones, razón por la cual el autor decide plantear esta distorsión en cuatro grandes categorías. Las categorías se encuentran estrechamente relacionadas a la influencia de la información en los estados contables:

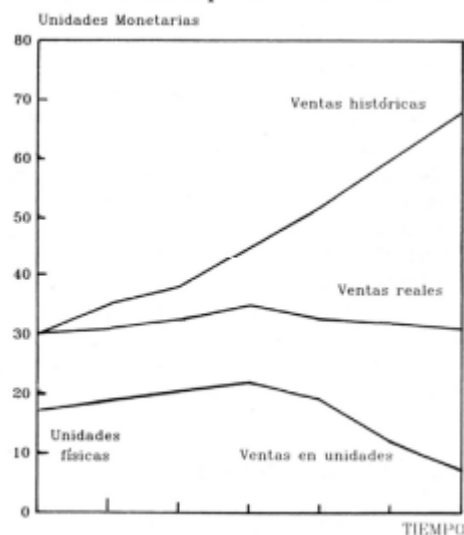


- Insuficiencia en la depreciación. La estimación de la depreciación de los bienes de uso es uno de los principales costos que se desean estimar de manera correcta en la contabilidad de cualquier empresa ya que debe mostrar cuál es el costo de la reposición de los bienes de capital que posee una empresa. En la estimación de la misma, por ejemplo por el método de la línea recta al valor de adquisición del bien se lo divide por la cantidad de años que se calcula que permanecerá en el ente, tomando de manera constante el valor de dicho cálculo como depreciación. En este punto particular es que el autor plantea que resulta insuficiente este tipo de estimación. Las causas de esta insuficiencia se encuentra en primer lugar en que los precios de los bienes de capital se modifican constantemente en contexto inflacionarios debido a la disminución del poder adquisitivo de la moneda, por lo que el valor histórico que se tomará de ese activo fijo será erróneo. Esta situación resulta de crucial importancia de modificar porque el activo fijo es una parte esencial en la empresa ya que es el medio por el cual se busca que la empresa alcance la producción que le permita cumplir con sus objetivos. En particular el autor menciona que los efectos negativos de esta situación es el siguiente;
  - La depreciación, al calcularse sobre la base del costo histórico, afecta el estado de resultados en un importe menor al real; las utilidades del período se han inflado (originando utilidades y ganancias ficticias) y no justifican las mayores exacciones hechas en su nombre
- Subvaluación de los inventarios. En la aplicación de la contabilidad tradicional existen dentro de la misma diferentes tipos de métodos de valuación del inventario, cada uno de ellos con respuestas distintas a la situación que genera la inflación en ellos;
  - El sistema PEPS (FIFO), refleja costos atrasados (afectando lógicamente la determinación de la utilidad), pero en el balance general refleja inventarios a un valor más actual
  - En cambio, el sistema UEPS (LIFO) refleja costos más actuales o recientes, lo cual arroja una utilidad más real. Sin embargo, en el balance general, refleja los inventarios al costo histórico, vale decir más alejados de su valor actual. Este es el modelo que resulta más correcto de aplicarse dentro de la contabilidad en procesos inflacionarios dado que por medio del él es posible equiparar de manera más acertada los costos corrientes con los ingresos corrientes, valuando de manera más próxima la velocidad de rotación del

inventario con la velocidad de ajuste de los precios. A su vez, genera fines impositivos en un contexto como el de Argentina donde la presión es cada vez mayor dado que la utilidad es más baja, y también permite reflejar de manera más transparente la política de la empresa en cuanto al aumento de precios producto de un aumento en el costo de reposición de los inventarios. A pesar de estas ventajas que lo posiciona al sistema como el más adecuado de utilizar para el caso de grandes contextos inflacionarios se tiene que, no refleja un adecuado patrón de compras de inventarios para la empresa.

- El método del Costo Promedio recoge algo de los dos métodos ya descritos. No refleja costos actuales ni inventarios reales, pero la diferencia con la realidad es más corta,
- Incremento aparente en las ventas. El autor hace referencia a lo que se conoce como ilusión monetaria, la que ocurre tanto en la demanda monetaria como en el caso de las ventas de una organización. Las ventas de las empresas aumentan en función del incremento de los precios pero los empresarios observan este fenómeno en términos nominales, sin observar el poder adquisitivo del mismo, por lo que sufren de ilusión monetaria. Esto genera que en términos ficticios se considere que un negocio incrementó su performance. Esta situación puede verse representado por un gráfico donde las ventas reales de una empresa en una línea continua se encuentre en descenso pero la visión de las ventas nominales muestre un comportamiento creciente, producto del aumento en los precios e incluso la cantidad de ventas puede verse disminuidas, como se muestra en la siguiente ilustración.

Ilustración 4: Ventas y unidades en el tiempo con inflación



Fuente: Indacochea (1992)

- Costos falsos, según el autor la determinación de los costos es quizás una de las principales afecciones que debe de tener en cuenta la organización al momento de analizar la gestión de la inflación, dado que su errónea estimación afecta directamente en la utilidad. En este sentido es que se encuentran los siguientes ítems como esenciales de analizar:
  - Materias primas: igual que los materiales auxiliares, son costos de fabricación (base importante para determinar la utilidad) que se valúan al costo histórico y no al valor actual o de mercado.
  - Gastos indirectos de fabricación: la sub-valoración de la depreciación y/o amortización incrementa en forma ficticia la utilidad del ejercicio.
  - Mano de obra: la empresa de nuestro anterior ejemplo, aparte de comercializar equipos médicos, presta servicios de mantenimiento a dichos equipos.

Otro autor que lleva a cabo un análisis complementario de los efectos que tiene la inflación en la estructura de las empresas es Quadro (2015) quien indica al igual que como planteó el autor Indacochea (1992) que uno de los costos que este flagelo pone de manifiesto una controversia en materia de gestión de las empresas dado que los estados financieros tradicionales en sí no tienen el sentido de interpretación sobre la evolución de estos conceptos, específicamente cuando estos no se encuentran re expresados en función de los conceptos. Un estado reexpresado permite visualizar dentro del resultado del ejercicio, el resultado en razón de mantener un cierto patrimonio expuesto a una tasa de inflación.

A su vez se observa que Quadro (2015);

“La indebida distribución de resultados, motivada por su errónea determinación, se mantendrá encubierta hasta tanto la empresa no necesitara proceder al reemplazo de sus inmovilizaciones. En esos momentos aparecerá la necesidad de acudir a mayor endeudamiento o a ampliación del capital para mantener el desenvolvimiento operativo normal.” (p 34)

Por último, en relación a otra visión González (2001) quien menciona que el comportamiento de la administración financiera de las empresas en contextos inflacionarios puede presentar dos tipos de efectos. En primer lugar el autor define el efecto absorción, el cual se muestra como una posición pasiva y no activa con respecto a la inflación. Esta posición marca el autor no resulta estática, sino más bien dinámica ya que plantea la situación en la que en primer lugar se espera cuál es la repercusión que la inflación tiene en los costos para posteriormente indagar respecto del cambio ocurrido en materia de los precios. En esta última situación la absorción implica una posición activa, que menciona específicamente Macario (1997) como el cambio en los precios para mantener el margen de la empresa.

En segundo lugar, González (2001) plantea el reconocido efecto traslación, el cual se analiza en función de que un proceso inflacionario genera un cambio en la rentabilidad operativa o en la rentabilidad del activo de la empresa, producto de que la liquidez debe de responder a la situación por medio de la modificación de sus flujos de fondos netos generados durante la prestación del servicio o la comercialización de los productos.

El contexto en el que se lleva a cabo el estudio se encuentra signado por el análisis de diferentes referentes que abordan la temática. Un antecedente de relevancia y pertinencia en el estudio del impacto de la reanudación del ajuste por inflación en la información contable lo realiza Juárez (2020), quien menciona que la suspensión por 15 años de esta práctica generó un impacto tanto en la información como en el proceso de toma de decisiones de las empresas argentinas.

Juárez (2020) lleva a cabo el estudio desde la perspectiva contable de que la exposición de información para el público interno y externo implica presentar las unidades monetarias de manera homogénea. En Argentina, la pérdida del poder adquisitivo de la moneda a lo largo de los años generó que la adopción de metodologías de homogeneización resulte constantemente un desafío y una necesidad que debe ser

establecida como una regla de juego clara y precisa para las empresas. El objetivo de la autora consistió en determinar la variación en cuanto a montos de los principales rubros, mostrando diferencias en indicadores y márgenes con la aplicación del ajuste y sin él.

Las conclusiones alcanzadas por Juárez (2020) mostraron que la principal ventaja de la aplicación del ajuste por inflación es la veracidad, utilidad y certeza que se genera en la información contable para la toma de decisiones. A la vez de que las consecuencias más destacadas de su estudio sobre 4 empresas componentes del índice Merval al 31 de enero de 2020 y pertenecientes al sector energético: Central Puerto S.A., Empresa Distribuidora y Comercializadora del Norte S.A., Pampa Energía y Transener S.A. A partir de las cuales se observó un incremento de los costos por una variación negativa en los resultados operativos. Esta situación se planteó en especial sobre el margen EBITDA en relación con las ventas que presentó una reducción en su valor en términos reales en comparación con valores nominales. El estudio realizado también permitió alcanzar la conclusión de que su aplicación muestra cómo, durante períodos de alta inflación los activos monetarios netos no son recomendables debido a la pérdida del poder adquisitivo. Esta situación generaría un impacto en el Patrimonio Neto y en el Capital Social de las organizaciones, que se ven reflejados en los resultados acumulados de las empresas.

Angelaccio (2019) realiza un análisis similar partiendo del supuesto de que existe un consenso en la comunidad científica económica de que los profesionales de Ciencias Económicas deben abordar el cálculo del ajuste por inflación como una herramienta indispensable para reflejar información útil en los Estados Contables. A través de una metodología de análisis documental la autora analizó que el ajuste por inflación resultaba una necesidad de ser reanudado en los últimos años de la economía argentina en contexto que exige la RT 17 y RT 41. Así, en base a la cualidad inalienable de la información contable que menciona la RT 16 sobre la representatividad y confiabilidad de esta, el ajuste por inflación es una práctica que debe no sólo aplicarse por los profesionales de Ciencias Económicas, sino también ser exigido por parte de los organismos que lo regulan y controlan.

En cuanto a las conclusiones obtenidas por Angelaccio (2019) se observa que el impacto en la información se debe analizar no sólo en términos de rubros y ratios, sino también en cómo se expresa la información contable desde el Informe de Auditoría y de Sindicatura que se presentan.

A partir de los antecedentes analizados y considerados de mayor importancia dentro de la temática abordada es necesario mencionar que, la pertinencia en el análisis del ajuste por inflación es entendida como central en el ejercicio profesional, desde la ética que se debe llevar a cabo en la misma, como así también en la generación de información confiable, representativa, útil y veraz.

En función de esta acepción y teniendo en cuenta la visión de la influencia que tiene la ilusión monetaria en las decisiones de efectivo por parte de las empresas, como así también la afección a sus decisiones de tenencia de dinero es posible afirmar que la estrategia de tenencia de efectivo de una empresa es equilibrar los costos y las ganancias resultantes del efectivo valores en cartera. Las empresas tienden a ajustar y optimizar su ahorro de efectivo en estrategias de respuesta a cambios en su poder adquisitivo debido a la inflación. El efectivo operativo muestra la velocidad y el flujo del ciclo y también afecta la estrategia de la empresa para ahorrar el efectivo. La estrategia de tenencia de efectivo determina el destino y futuro de la empresa. Las pequeñas empresas tienden a mantener su efectivo para negocios futuros y reducir el riesgo de acumulación y retención. Sin embargo, la tenencia excesiva de efectivo aumenta el costo de oportunidad mientras bajo la tenencia de efectivo resulta en un déficit de costos en el predicamento de la inversión

## **Resultados**

En la presente sección se presentará en primer lugar una breve descripción de las empresas que se presentan como así también el comportamiento de la evolución de sus principales variables seleccionadas en la sección metodológica, para posteriormente presentar los análisis de correlación entre dichas variaciones interanuales y la de inflación para arribar a las conclusiones de este apartado.

### **Las empresas de Argentina**

La selección de empresas que se realizó en materia de la muestra tuvo la intención de mostrar la diversificación de las empresas que componen el Panel General de emisoras de acciones que cotizan en el Mercado de Valores de Argentina, específicamente en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En el desarrollo de esta sección y a los fines de realizar una breve descripción de cada una de las empresas en la actualidad para dimensionar su importancia, como así también su participación en el mercado se presenta una breve descripción actual. Sin embargo, de cada una de ellas se presentará la información referida a la evolución de las principales variables que componen los Estados

Contables. La presentación de los valores nominales, como así también su unidad de medida se encuentran referidos en el Anexo I de la presente investigación, mientras que los gráficos que se presentarán a continuación serán referidos a la evolución interanual de los mismos.

En el desarrollo de las diferentes comparaciones que son necesarias realizar entre las empresas de Argentina y la inflación es que se utilizaron diferentes indicadores relacionados a la situación económica de las organizaciones. El análisis del rendimiento de una actividad productiva para una empresa, los recursos utilizados y su forma de financiamiento definen cuál es el rendimiento que se obtiene para los propietarios. El rendimiento se mide como rendimiento de la inversión (el activo o el patrimonio). Este coeficiente relaciona las ganancias con los recursos utilizados para obtenerlas. El análisis del rendimiento, permite que el gestor de la organización analice los componentes del rendimiento y los principales impulsores económicos de la rentabilidad de un negocio. En este punto los impulsores se detectarán tanto a nivel interno como a nivel externo, en función de la influencia del entorno y el entendimiento de qué efectos tiene el manejo de los activos y las fuentes de la empresa en el rendimiento. En este mismo contexto se observa de qué manera los impulsores económicos del rendimiento afectan la posición que tiene la empresa en su sector.

En este mismo contexto es que se tienen los siguientes ratios utilizados;

- *Capital de Trabajo = Activo Corriente – Pasivo Corriente*
  - Si su valor es  $>1$ , el activo corriente alcanza a cubrir las deudas de corto plazo y queda un excedente.
  - Si su valor es  $=1$ , el activo alcanza solo para cubrir las deudas a corto plazo.
  - Si su valor es  $<1$ , indica que queda deuda pendiente que no puede ser cancelada sólo con el activo corriente.
- *Liquidez =  $\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$* 
  - Utilizado para medir la capacidad de crédito de la organización. Relaciona el activo corriente con el pasivo corriente.
  - Su resultado expresa la capacidad del activo corriente para hacer frente a las deudas de corto plazo, es decir, cuantos pesos de activo corriente se posee por cada peso de pasivo corriente que se deberá pagar.

- Si el valor es  $>1$ , la diferencia entre el valor que tome y la unidad va a indicar el margen de cobertura, que en definitiva es el grado en el que el activo corriente puede no ser realizado en el corto plazo sin correr riesgos.
- Si el valor es  $=1$ , no existe margen de cobertura ya que ambos conceptos asumen el mismo valor.
- Si el valor es  $<1$ , el activo corriente es insuficiente para cubrir las deudas de corto plazo.
- $\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Neto}}$ 
  - Este indicador muestra la participación del pasivo total en el patrimonio de la empresa. En sí puede asimilarse este cociente como una forma de expresar el apalancamiento de las organizaciones en cuanto a la disponibilidad que tienen los socios.
- $\text{Rentabilidad bruta} = \frac{\text{Resultado bruto}}{\text{Ventas Totales}}$ 
  - Este indicador muestra el rendimiento de la organización en términos de esfuerzos realizados para la obtención del resultado en función de las ventas totales que tiene la organización en el desarrollo de sus actividades.
- $\text{Rentabilidad neta} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas Totales}}$ 
  - En el caso particular de la rentabilidad neta la misma muestra el cociente entre el beneficio neto y las ventas totales teniendo en cuenta los esfuerzos que realiza la empresa después de cubrir costos operativos, administrativos, intereses e impuestos

Antes de realizar el cálculo y el análisis de cada una de las empresas seleccionadas en la muestra es necesario mencionar que los datos que se exponen para cada caso fueron extraídos de los correspondientes Estados Contables que proveen las mismas. Estos Estados Contables fueron utilizados en sus valores expresados en moneda corriente de cada uno de los años. A su vez es necesario mencionar que los valores en algunas ocasiones se encuentran expresados en miles de pesos argentinos u otra unidad de medida en función de la exposición que se encuentra disponible para cada uno de los casos analizados.

Una de las empresas que componen el mercado del retail en Argentina es Arcor S.A.I.C. (Arcor), la cual se caracteriza, según Fix Scr (2021) como una de las empresas líderes que opera en el segmento de Alimentos en América Latina con base en Argentina donde tiene una posición dominante y una amplia trayectoria de operaciones. A Junio'21,

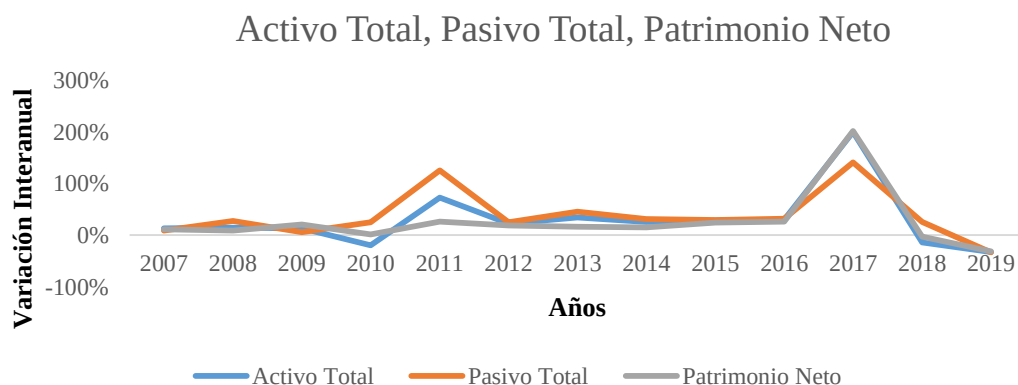


los principales segmentos de negocios son Golosinas y Chocolates (31%), galletitas (23%) y empaques (24%), con una posición de liderazgo en la mayoría de las categorías. Arcor posee una trayectoria de desempeño operativo y financiero, reflejando la inversión en sus marcas, el crecimiento orgánico de su portafolio de productos y los esfuerzos para mejorar las propuestas más saludables de acuerdo con la tendencia de los consumidores.

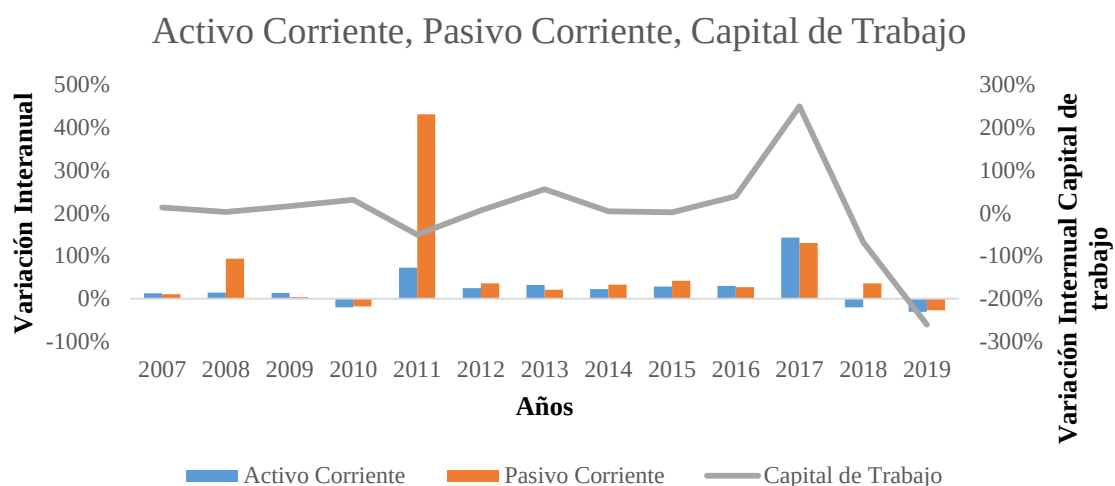
En función de la dependencia que tiene esta empresa con la performance del consumo como variable macroeconómica es que se tiene que su evolución y correlación se espera resulten significativas. En el siguiente Gráfico 1, se puede observar en el Panel A la variación interanual de los componentes agregados y en el Panel B, los conceptos corrientes y el capital de trabajo. En este punto se puede concluir que durante los años de mayores niveles de inflación, como es el caso de la tendencia creciente del año 2016 en adelante, aunque la inflación de dos dígitos comenzó anteriormente el capital de trabajo de la empresa empezó a deteriorarse, aumentando en mayor medida el pasivo corriente y el pasivo total.

Gráfico 1: Variables del Estado de Situación Patrimonial ARCOR. Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*

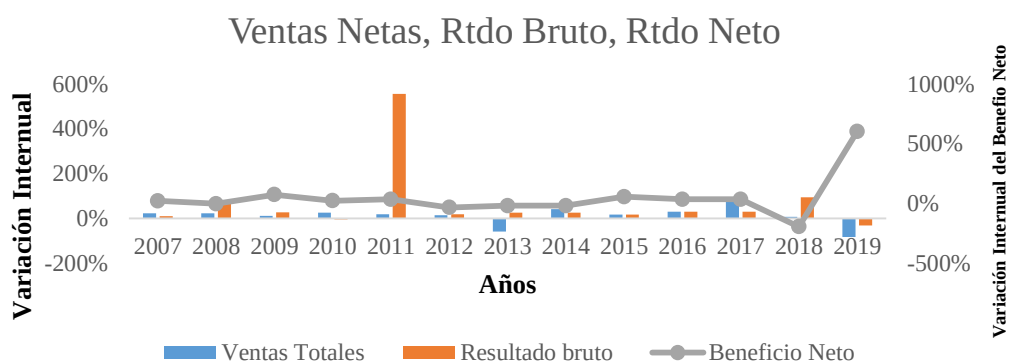


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa ARCOR S.A.I.C.

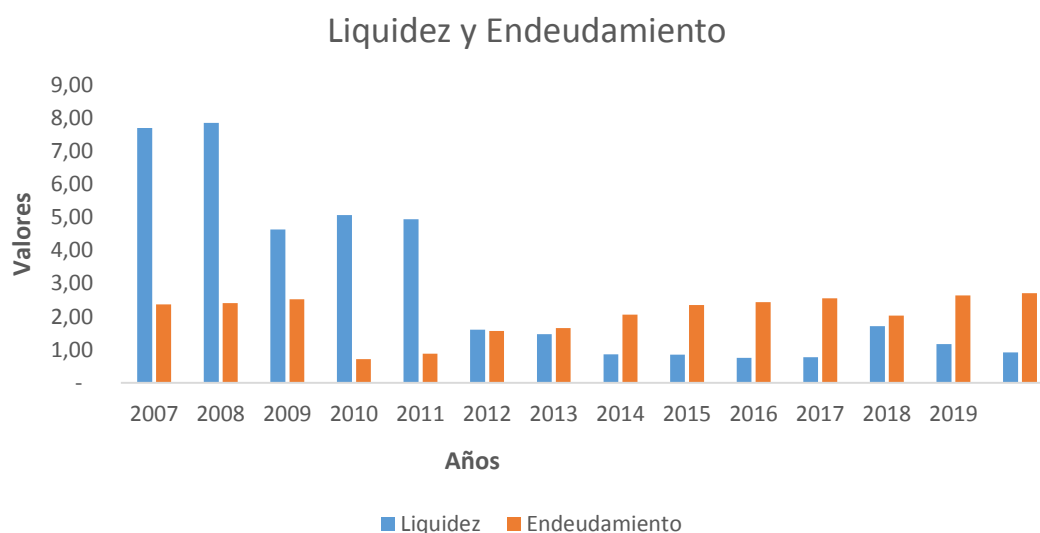
Si el análisis anterior se complementa con el gráfico de los índices de endeudamiento y liquidez, como así también el comportamiento de la rentabilidad bruta, neta y la evolución de las ventas se obtiene el Gráfico 2.

Gráfico 2: Variables del Estado de Resultado e indicadores ARCOR. Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa ARCOR S.A.I.C.

El Grupo Ledesma S.A.A.I. tiene en su conformación societaria la definición de una sociedad anónima del rubro agroindustrial en donde convergen diferentes unidades de negocios a lo largo del país, siendo su sede especificada ante los organismos fiscales en la localidad de Libertador General San Martín, Provincia de Jujuy. Los orígenes de la empresa comienzan con la fundación de la misma por Enrique Wollman hace 112 años (1.908), se especializan en la producción de azúcar, papel y cuadernos, también están involucrados en los mercados de frutas y jugos, alcohol y bioetanol, molienda húmeda de maíz, carne y granos. El grupo tiene representaciones comerciales, tales como en: Bahía Blanca y Mar del Plata (establecimientos agropecuarios), Rosario (Planta de cuadernos, repuestos escolares y papelería comercial), Salta (UTE – Aguara Güe Ledesma Frutas) y Mendoza. A su vez, la organización forma parte del grupo empresarial:

- Castinver: comercializa papeles y cuadernos producidos por el grupo.
- Bio Ledesma: especializada en la producción y venta de bioetanol.
- Ledesma Frutas (ex Citrusalta S.A.): concentra la producción de frutas frescas, jugos concentrados y aceites esenciales a partir de naranjas, pomelos y limones.

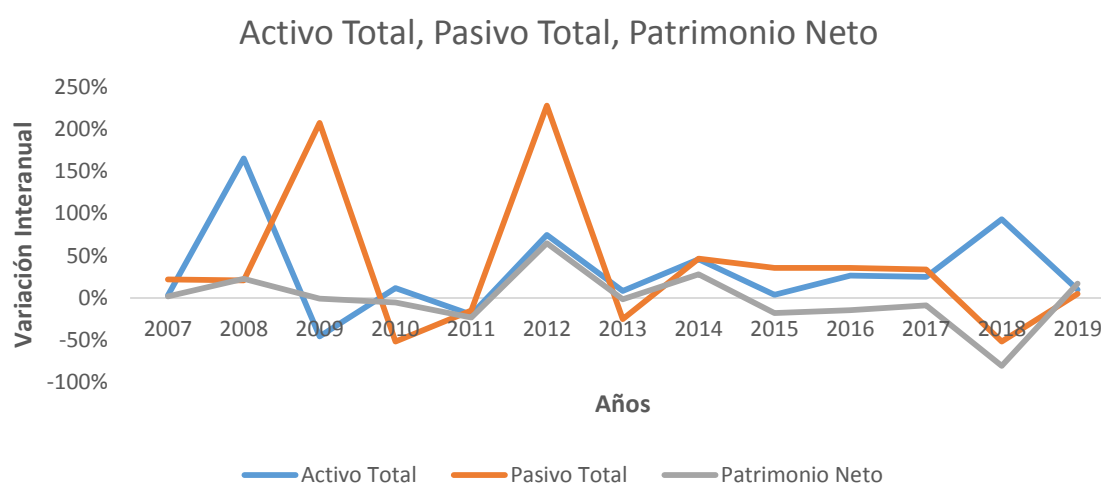
En el siguiente Gráfico 3, se puede observar en el Panel A la variación interanual de los componentes agregados y en el Panel B, los conceptos corrientes y el capital de trabajo. A partir del análisis del Gráfico precedente se puede observar que la mayor volatilidad ocurrió para el caso de los años 2008 y 2010, los cuales pueden estar asociados a diferentes

comportamientos del precio de las commodities que comercializa la empresa al pertenecer al sector agroindustrial.

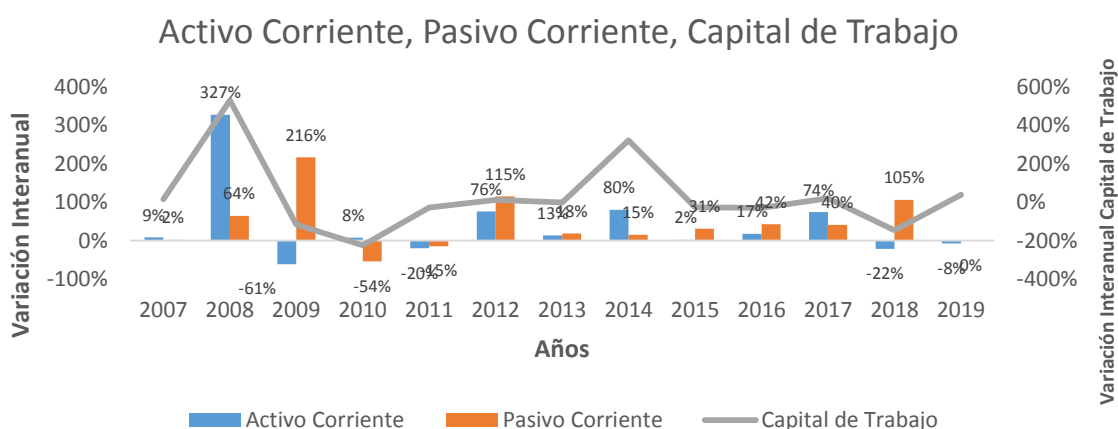
El análisis del Panel B, muestra como ocurrió en dos años de la empresa un aumento mayor o disminución mayor del pasivo corriente respecto del activo corriente modificando por ende el valor del capital del capital de trabajo, teniendo períodos de aumento cuando el activo corriente superó en incremento al activo corriente.

Gráfico 3: Variables del Estado de Situación Patrimonial Grupo Ledesma S.A.A.I. Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*

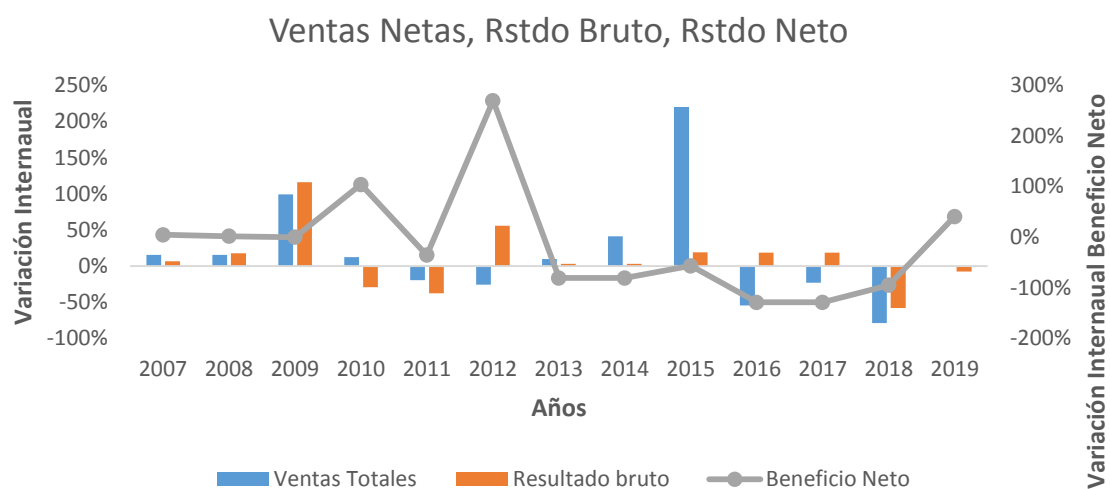


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Grupo Ledesma S.A.A.I.

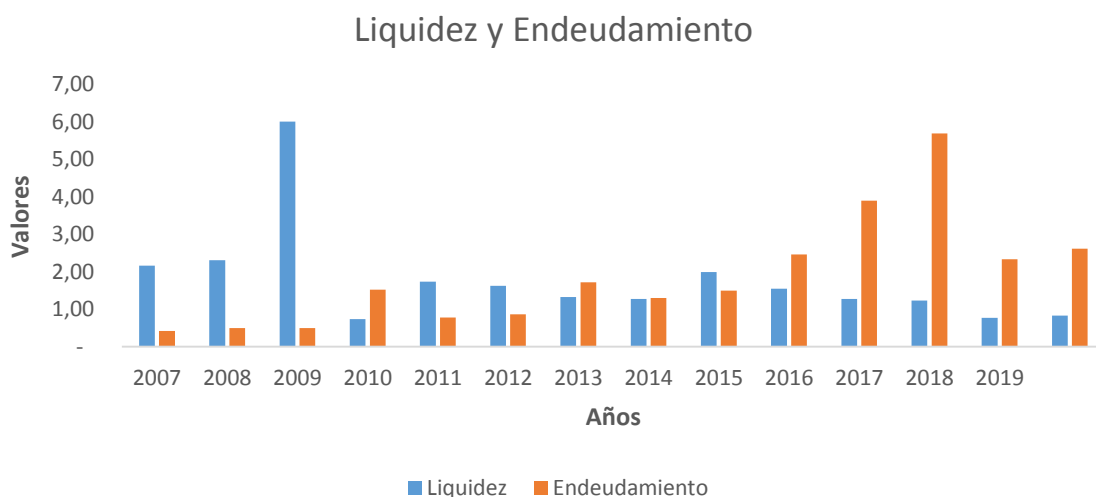
En materia de gestión de los resultados de la empresa se observa, en un comportamiento en las ventas y resultados, tanto bruto como neto sufrieron una modificación en el año 2013 para el caso del beneficio neto que presentó una merma a partir de un resultado altamente positivo en el año 2012 mientras que para el caso de este siguió una tendencia negativa, que es posible de visualizar en el Gráfico 4.

Gráfico 4: Variables del Estado de Resultado e indicadores Grupo Ledesma S.A.A.I Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*



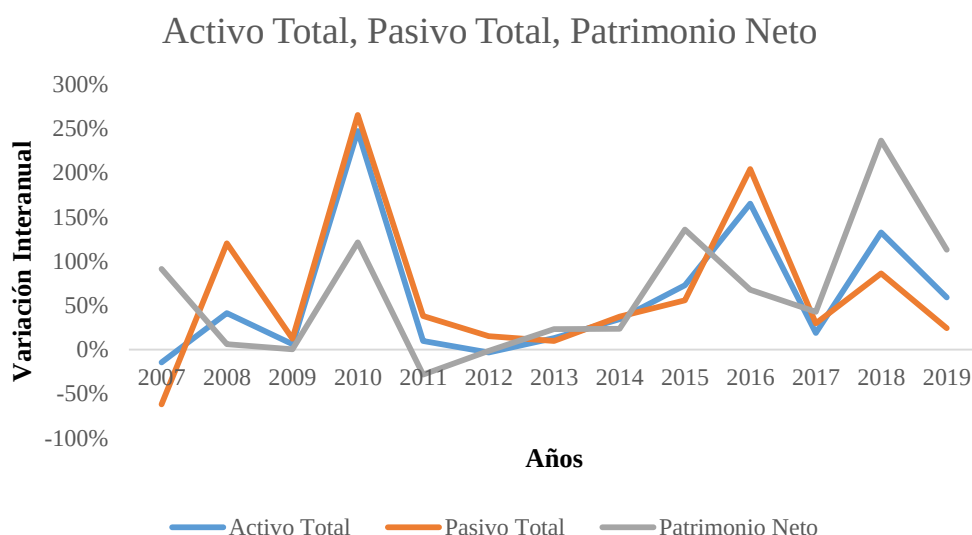
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Grupo Ledesma S.A.A.I.

En relación con la empresa Pampa Energía es la mayor empresa privada de energía del país, exhibiendo liderazgo o fuerte presencia en los principales segmentos donde opera. La compañía opera de forma directa en los segmentos generación de energía, desarrollo y exploración de gas y petróleo (upstream), y petroquímica. Además a través de sus compañías vinculadas participa de los segmentos de Transporte de gas y Transporte de energía. La integración de sus operaciones le permite alcanzar sinergias que contribuyen a una mayor eficiencia operacional, y la diversificación en varios segmentos actúa como mitigante frente al riesgo normativo inherente a sus negocios regulados. Pampa Energía concentró sus principales activos en la producción de gas y generación de energía. La compañía realizó inversiones para incrementar la producción de gas y aumentar el parque generador a través de proyectos atados a contratos de energía con CAMMESA o con la industria.

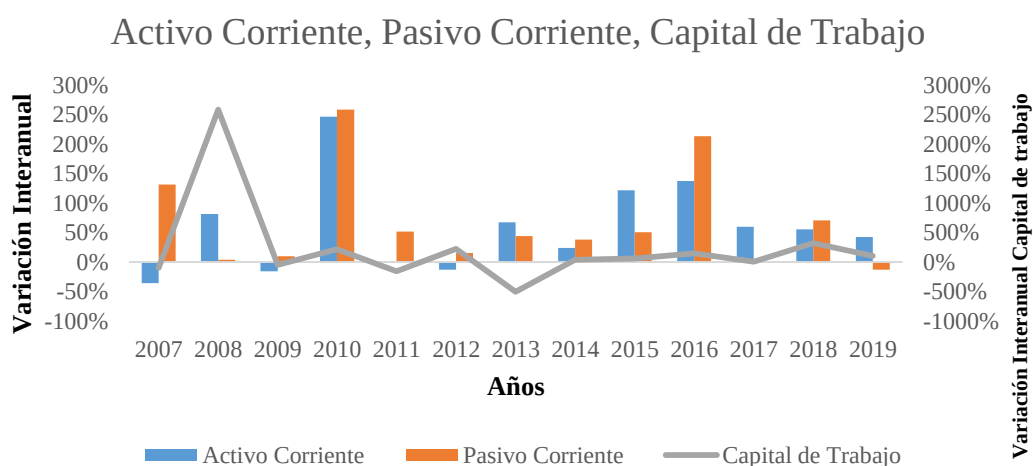
El análisis del Gráfico 5 se puede observar que la variabilidad de esta empresa en materia de sus rubros agregados para el caso del Estado de Situación patrimonial si bien fue elevada, se observa que el capital de trabajo entendido como la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente, es relativamente estable. Una de las posibles explicaciones que se encuentran detrás de la variabilidad antes mencionada puede deberse a las diferentes intervenciones que ocurrieron en el mercado electrónico a lo largo de los últimos trece años, motivo que llevó no sólo a CAMMESA a modificar las condiciones de compra de energía eléctrica, sino también a las mismas empresas de llevar a cabo diferentes estrategias de inversiones sobre su capital.

Gráfico 5: Variables del Estado de Situación Patrimonial PAMPA ENERGÍA. Años 2006-2019

*Panel A*



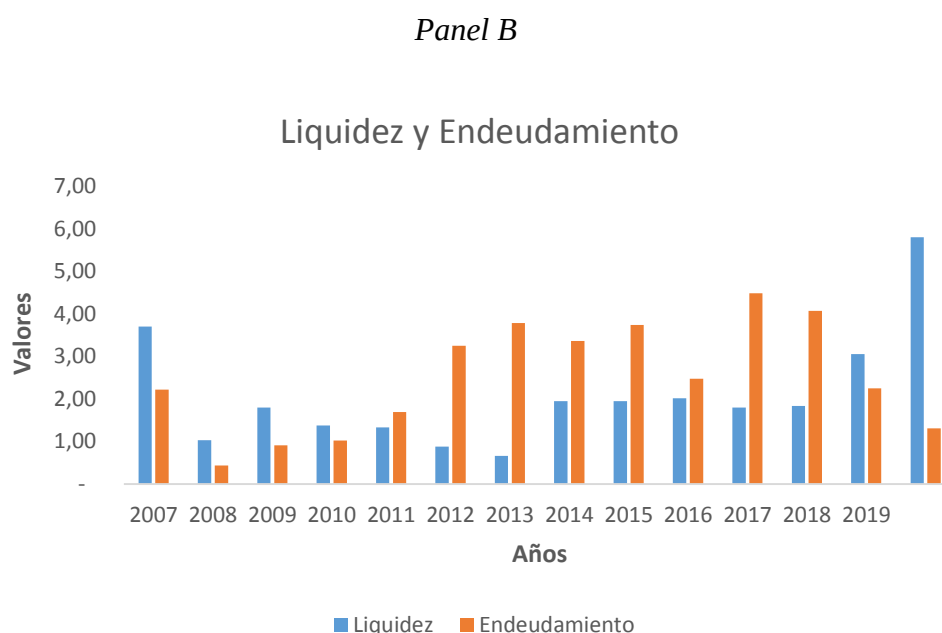
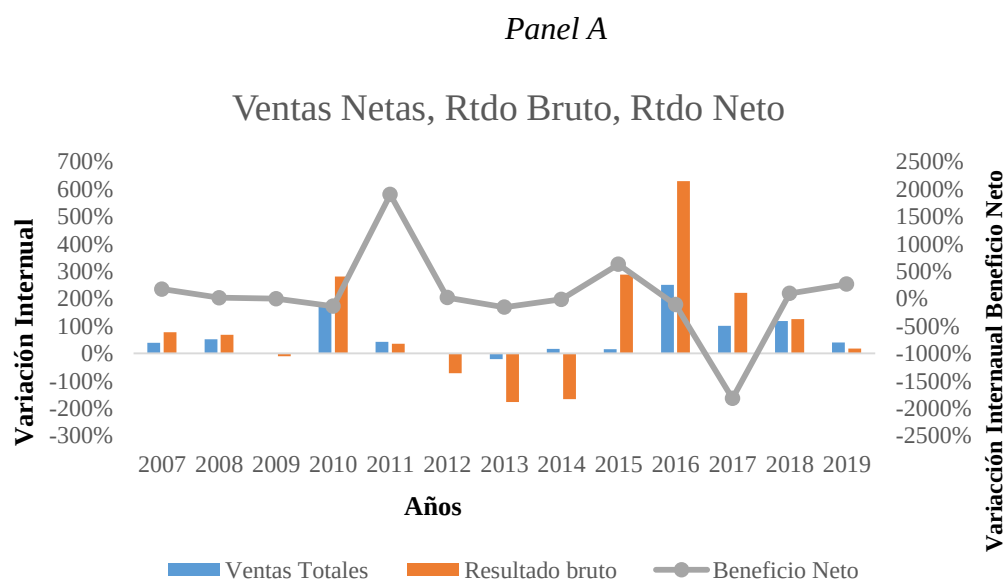
*Panel B*



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa PAMPA ENERGÍA S.A

En el Gráfico 6 se observa, de manera correspondiente que, así como ocurrió la variabilidad en la composición patrimonial de la empresa, en materia del Estado de Resultado también, dando cuenta que, si bien las ventas netas subieron de manera pronunciada en el año 2016, este fue el año que mayor caída obtuvo el resultado neto, producto quizás del aumento en los costos que afectó en mayor medida a la evolución de la utilidad.

Gráfico 6: Variables del Estado de Resultado e indicadores Pampa Energía Años 2006-2019



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa PAMPA  
ENERGÍA S.A

En cuanto a la empresa Cresud S.A.C.I.F.y A, la misma según Fix Scr (2021) es una compañía agrícola dedicada a la adquisición, desarrollo y operación de campos con potencial de apreciación. La compañía posee un importante portafolio de campos con una superficie total de aproximadamente 761.794 hectáreas propias distribuidas en Argentina, Brasil, Bolivia y Paraguay. Las operaciones en Brasil, en Bolivia y en Paraguay se llevan a cabo a través de Brasilagro, empresa que consolida desde 2012 y que durante 2020 concretó la operación de fusión con Agrifirma, incorporando 28.930 hectáreas adicionales

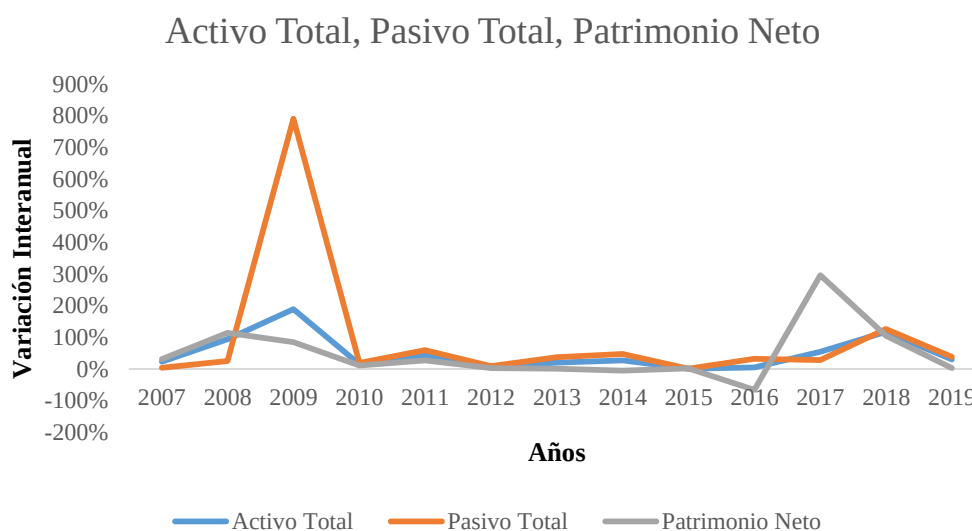


a su portafolio, adquirió un campo de 4.500 hectáreas en Piauí y vendió cuatro fracciones en Alto Taquarí y Jatobá por un total de aprox USD 19 millones. La compañía posee una participación de aproximadamente un 62% de IRSA, una empresa de bienes raíces líder en el país dedicada a la adquisición, desarrollo y operación de edificios de oficinas, centros comerciales, hoteles de lujo e inmuebles destinados a vivienda.

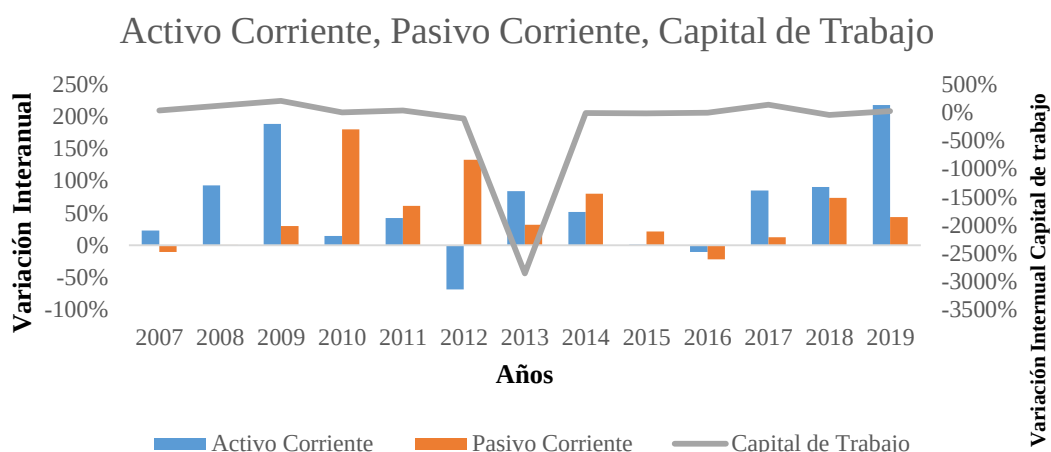
En materia de análisis de la performance histórica de la empresa durante los años 2006 a 2013, en el Gráfico 7 que se presenta a continuación se muestra la información referida a la gestión de los principales rubros que componen el Estado de Situación Patrimonial de la empresa como así también los componentes del capital de trabajo que forman parte de las decisiones de disponer de dinero o no para el caso de la inflación en la administración financiera.

Gráfico 7: Variables del Estado de Situación Patrimonial Cresud. Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*

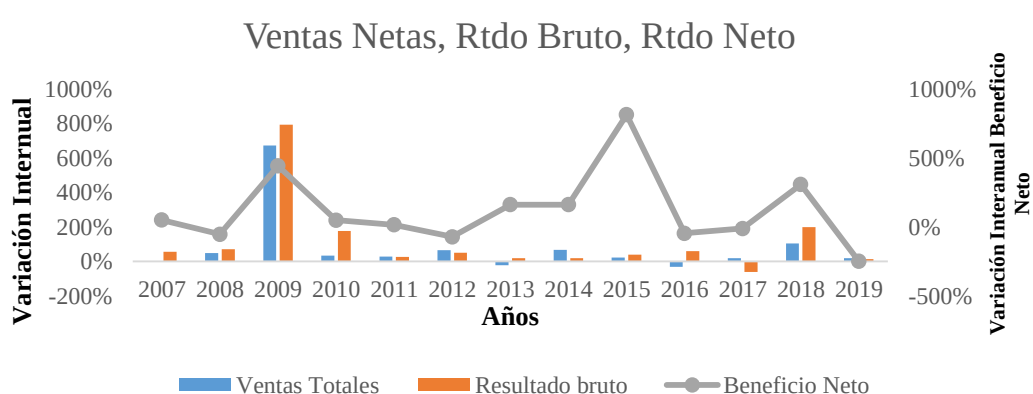


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Cresud S.A.C.I.F.y A

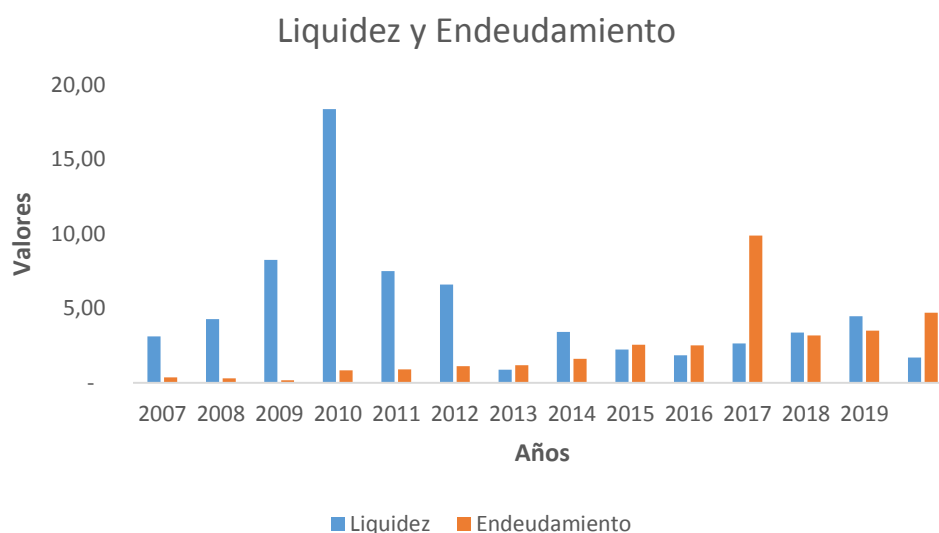
La caída abrupta que se observa del capital de trabajo para el caso de la empresa Cresud se debe en parte al cambio de tipo de endeudamiento que llevaba a cabo la misma, hacia un mayor nivel de pasivo corriente que no corriente. La situación mencionada anteriormente se hace visible en lo que corresponde al Gráfico 8 donde los resultados brutos y netos del año 2013 presentaron la menor variación, a la vez de que el índice de liquidez presentó un cambio considerable.

Gráfico 8: Variables del Estado de Resultado e indicadores Cresud. Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*

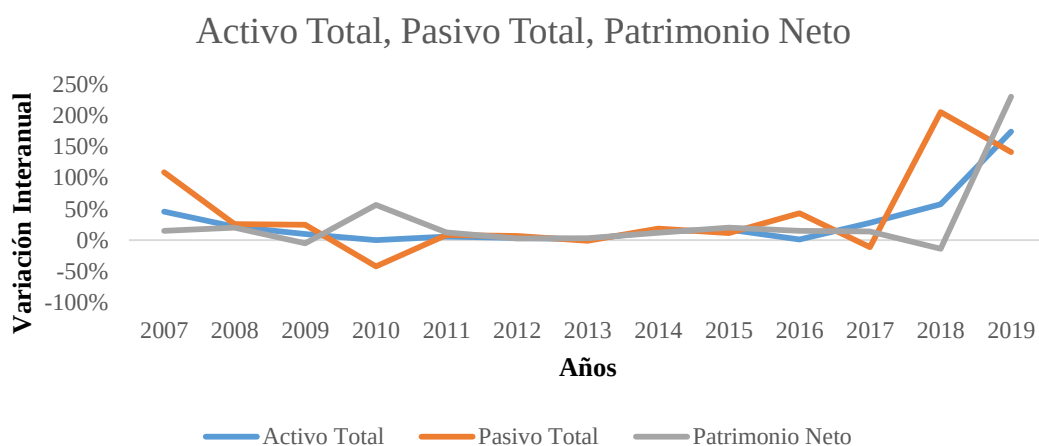


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Cresud  
S.A.C.I.F.y A

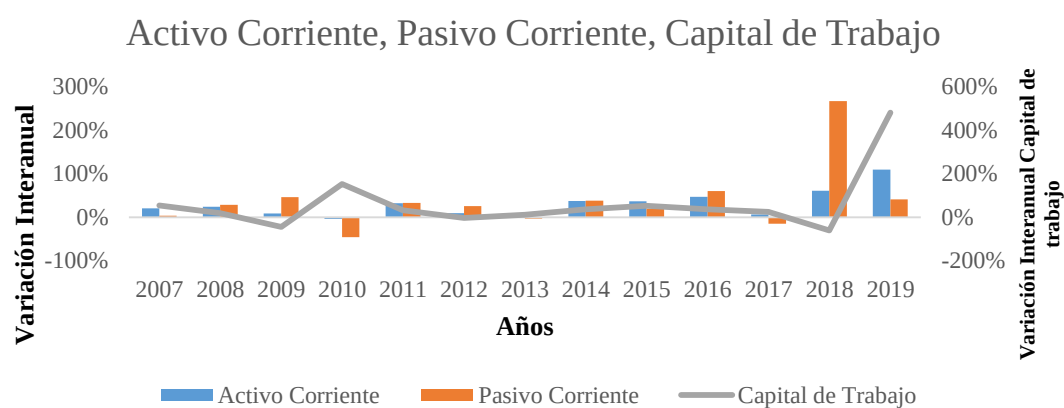
En relación a la empresa Aluar es el único productor de aluminio primario en Argentina y es considerado un productor eficiente a nivel mundial, según Fix Scr (2021) logrando posicionarse dentro del segundo cuartil de la curva de costos de la industria, por su alto grado de integración vertical y por las economías de escala alcanzadas. Esto le ha permitido sostener márgenes de rentabilidad incluso en las partes negativas de los ciclos de precios de Commodities. Aluar tiene una buena diversificación geográfica de sus exportaciones, destacándose Estados Unidos, Brasil y Japón entre los principales destinos. Esto le permite mitigar los riesgos de eventuales caídas de la economía en algún país o región. En el Gráfico 9 se puede observar su comportamiento en este sentido de los vaivenes económicos que sufrió en el año 2010, con un incremento del patrimonio neto y una recuperación en el año 2018.

Gráfico 9: Variables del Estado de Situación Patrimonial Aluar. Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*

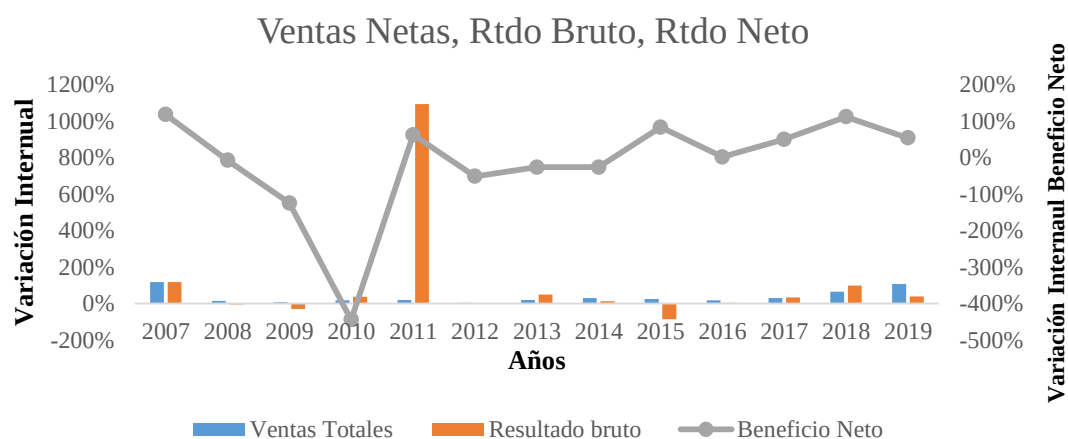


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Aluar

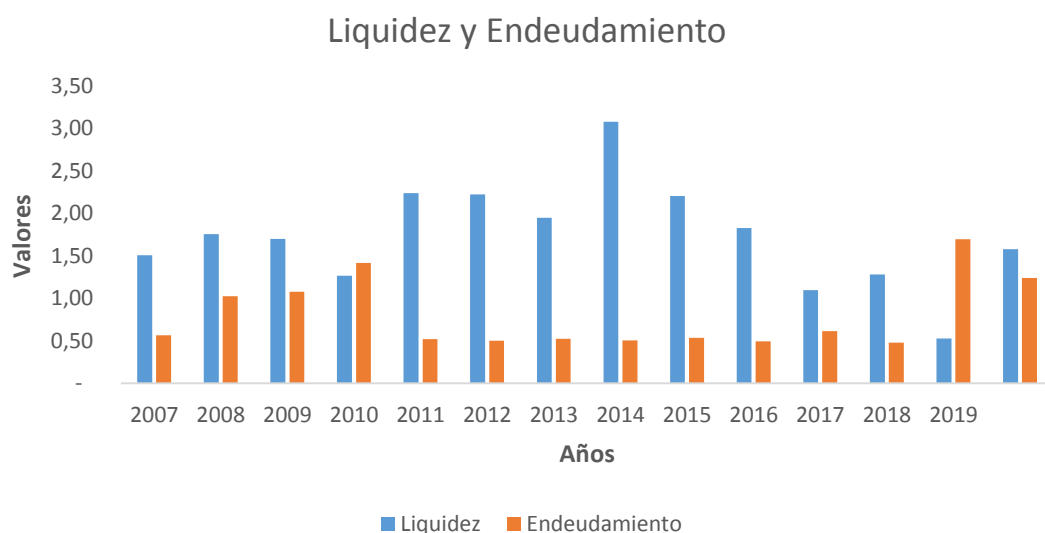
Aluar, como referente en el mercado de fabricación y comercialización de aluminio y como se puede observar a lo largo del Gráfico 9 en el Panel B ha presentado una caída del capital de trabajo que solo logró recuperar en el año 2018 y mantenerlo en el año 2019 con un cambio en el paradigma de composición de su situación patrimonial.

Gráfico 10: Variables del Estado de Resultado e indicadores Aluar. Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*

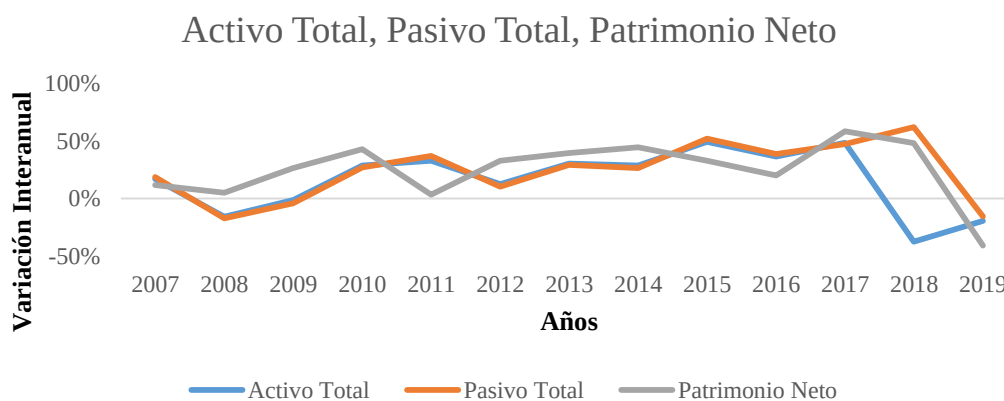


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Aluar

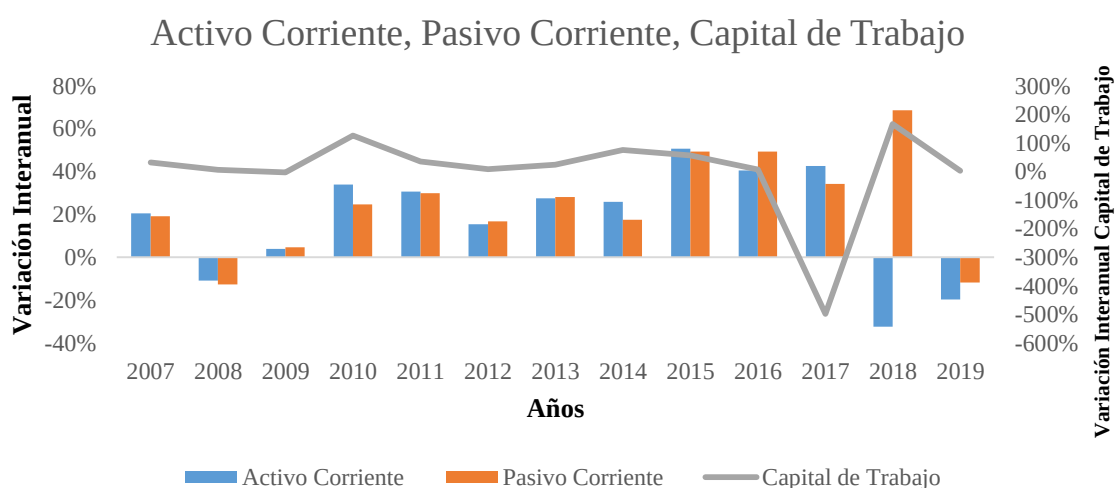
BBVA es un banco comercial universal que brinda todos los productos y servicios financieros tradicionales a través de una red de 243 sucursales distribuidos en todo el país, 880 cajeros automáticos y 848 terminales de auto-servicio, a una base superior a los 2,6 millones de clientes totales. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria posee una participación del 66.55% sobre el capital accionario en BBVA. Según Fix Scr (2021), BBVA es uno de los principales Bancos del sistema conservando un fuerte posicionamiento de mercado, es el 5° Banco del sistema por volumen de depósitos y 6° por préstamos (y 4° de los Bancos privados), accediendo a una amplia base de clientes, buen acceso al fondeo y consistente desempeño.

Gráfico 11: Variables del Estado de Situación Patrimonial BBVA Argentina. Años 2006-2019

Panel A



Panel B

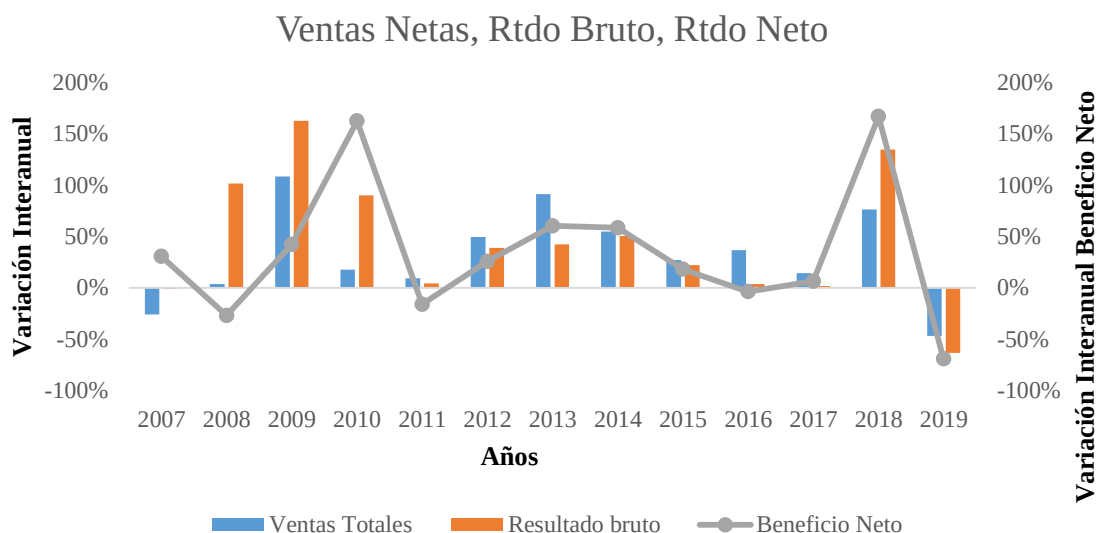


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa BBVA Argentina

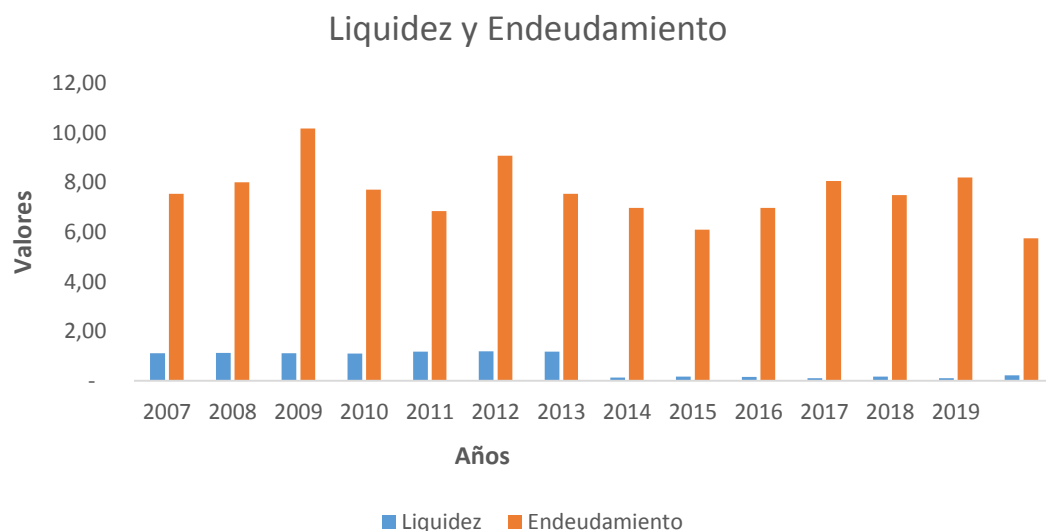
En el Gráfico 11 se puede observar cómo la empresa que se dedica a la intermediación financiera ha mantenido un capital de trabajo relativamente constante en su variación hasta el año 2017 donde sufrió una merma considerable producto de decisiones interna de la marca de adquisición de otra posición económica dentro del mercado.

Gráfico 12: Variables del Estado de Resultado e indicadores BBVA Argentina. Años 2006-2019

Panel A



Panel B



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa BBVA

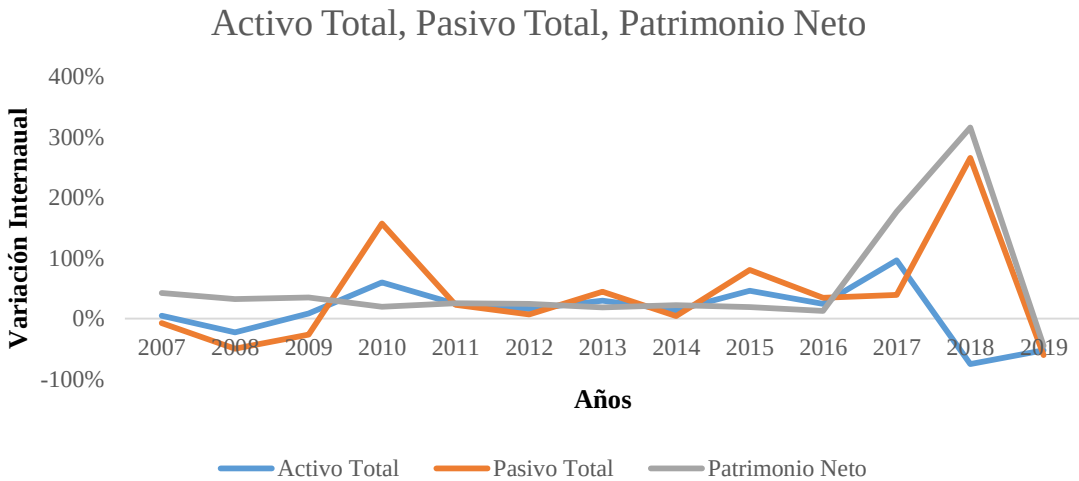
Argentina

Otra empresa que se incorporó dentro de la temática del estudio de sus principales variables resultó ser Telecom, que tras la fusión con Cablevisión desde el 1º de enero de 2018, según Fix Scr (2021) se denomina Telecom Argentina S.A. (TEO) y brinda los servicios de telefonía fija, telefonía móvil, acceso a internet y TV paga. La telefonía fija tiene mayor presencia en la región norte de la Argentina y parte del Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA). Los suscriptores de los servicios que brindaba Cablevisión (TV

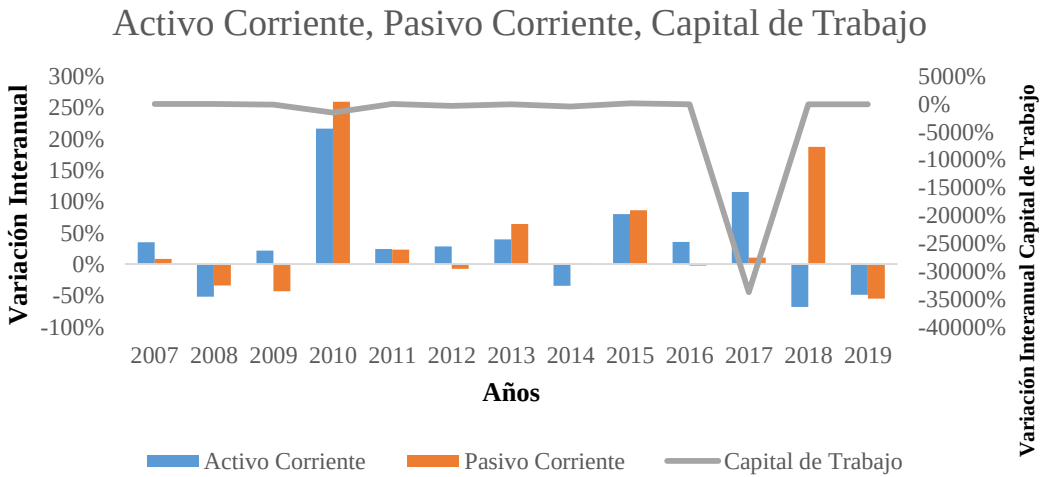
paga y acceso a internet por banda ancha) cubren la principal zona demográfica del país, con fuerte presencia en Capital y GBA, en el resto de la Provincia de Buenos Aires y en las provincias de Córdoba, Santa Fe y del Litoral, entre otras, las cuales concentran más del 80% del PBI de la Argentina.

Gráfico 13: Variables del Estado de Situación Patrimonial Telecom Argentina. Años 2006-2019

Panel A



Panel B



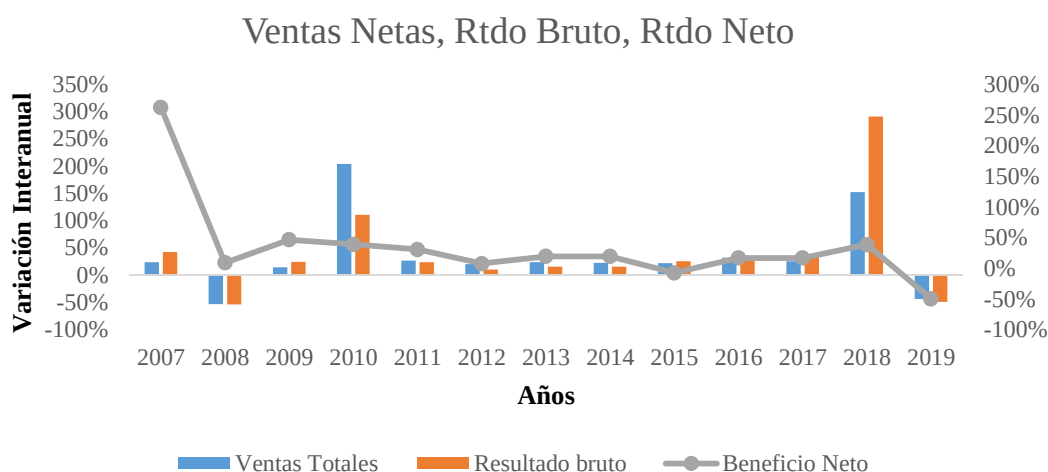
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Telecom Argentina



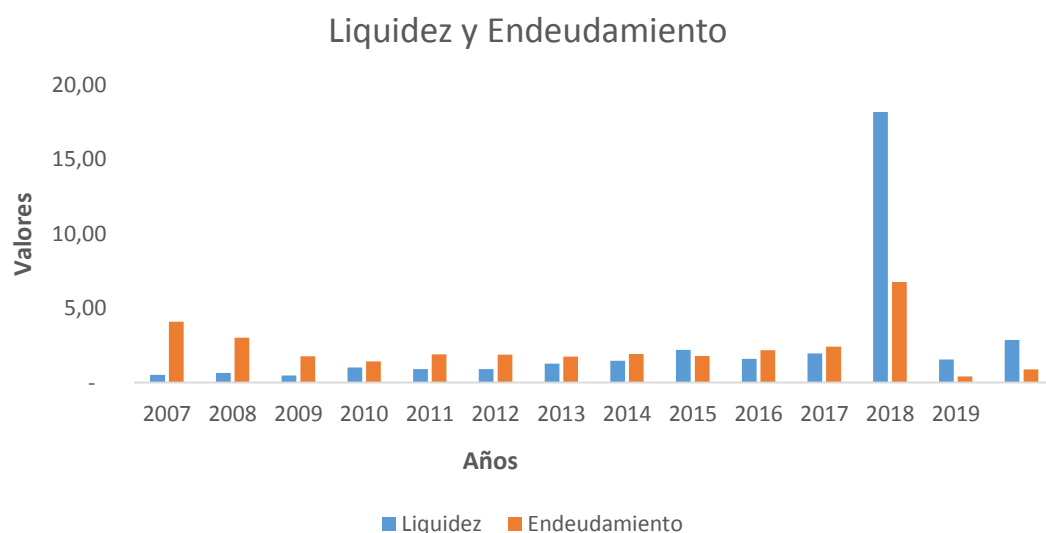
En materia de comportamiento de las diferentes variables que responden a esta empresa de telecomunicación en los contextos inflacionarios mencionados es que se procede a realizar una exposición en el Gráfico 14

Gráfico 14: Variables del Estado de Resultado e indicadores Telecom Argentina. Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Telecom Argentina

Otra empresa que forma parte de la muestra de empresas seleccionadas es Transportadora de Gas del Sur S.A. denominada TGS, la cual está sujeta a un control

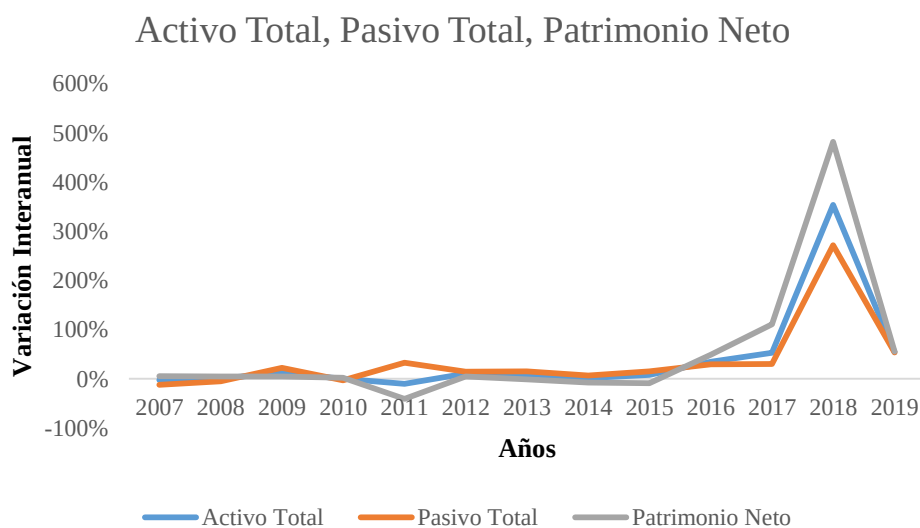
conjunto y en partes iguales de: Pampa Energía S.A. (en adelante “Pampa Energía”) quien en forma directa e indirecta a través de PHA S.A.U. (sociedad que se encuentra en proceso de absorción con Pampa Energía como sociedad absorbente) posee una participación accionaria del 50% del capital social de CIESA, y Grupo Inversor Petroquímica S.L. (integrante del Grupo GIP, liderado por la familia Sielecki; “GIP”) y PCT L.L.C. ( “PCT”), quienes en forma directa e indirecta a través de PEPCA S.A., poseen una participación del 50% del capital social de CIESA.

La actividad principal de la empresa es la de transportar aproximadamente el 60% del gas consumido en el país, a través de más de 9.000 km de gasoductos, con una capacidad contratada en firme de 82,6 MMm<sup>3</sup> /d. Es una de las principales procesadoras de gas natural y lleva a cabo inversiones en infraestructura en Vaca Muerta.

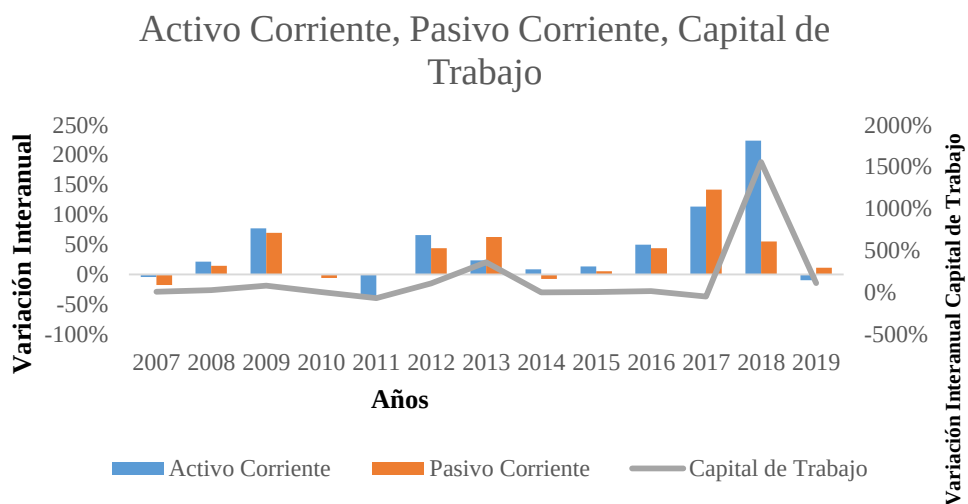
En el Gráfico 15 se observa la evolución de su situación patrimonial la cual se encuentra en un período de transición en función de la información referida anteriormente sobre la composición del control que se encuentra vigente en la empresa.

Gráfico 15: Variables del Estado de Situación Patrimonial TGS. Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*

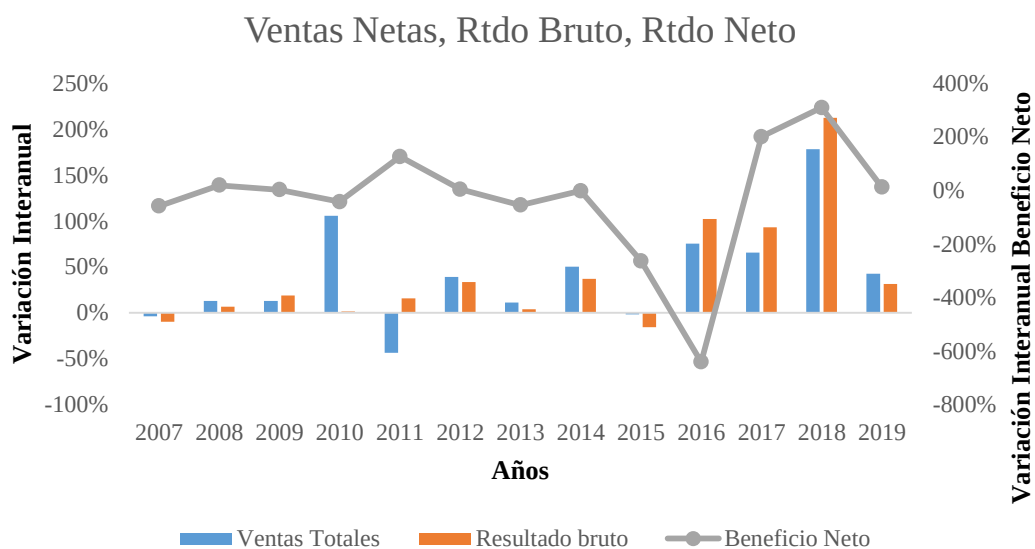


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa TGS

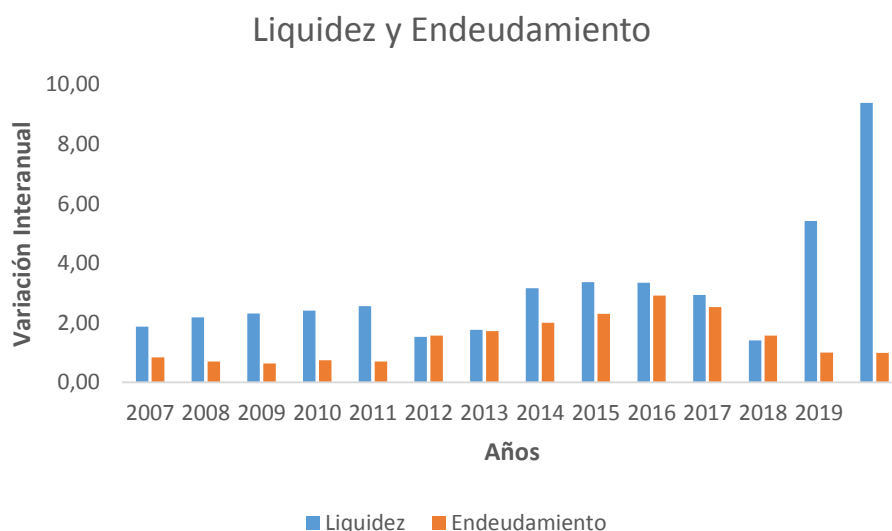
En materia de comportamiento de las principales variables que integran la situación de resultado de la empresa se encuentra el Gráfico 16.

Gráfico 16: Variables del Estado de Resultado e indicadores TGS. Años 2006-2019

*Panel A*



### Panel B



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa TGS

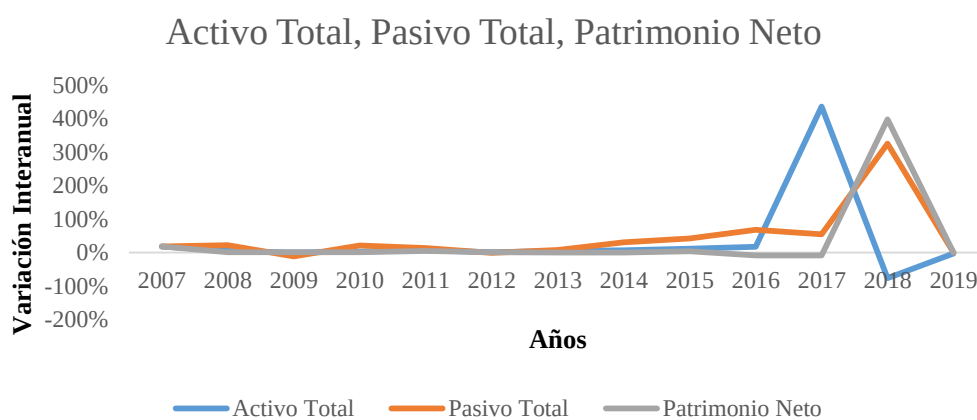
Otra empresa que forma parte de la composición de empresas que integran el Grupo Clarín es Papel Prensa S.A.I.C.F. y de M. es la primera empresa propiedad de capitales argentinos dedicada a la producción de papel para diarios. En la actualidad, además trabaja en la producción de papel para impresión, escritura y embalaje. Es el mayor productor de Argentina, con una capacidad de producción anual de aproximadamente 175.000 toneladas. Al 31 de diciembre de 2018, la participación del Grupo Clarín era de un 37% a través de AGEA y un 8.73% a través de CIMECO.

Papel Prensa ha puesto en práctica políticas de producción basadas en la obtención de suministros estratégicos sin agotar recursos naturales. La fibra proviene de plantaciones sustentables lo cual se combina con la continua investigación relacionada con el mejoramiento genético de las especies arbóreas con el objeto de incrementar la productividad, reducir los costos y garantizar la preservación del ecosistema. Además, como parte del proceso sustentable, se reduce la cantidad de materia prima virgen utilizada por medio del reciclado de los diarios provenientes de la devolución y de papel recuperado adquirido local y regionalmente.

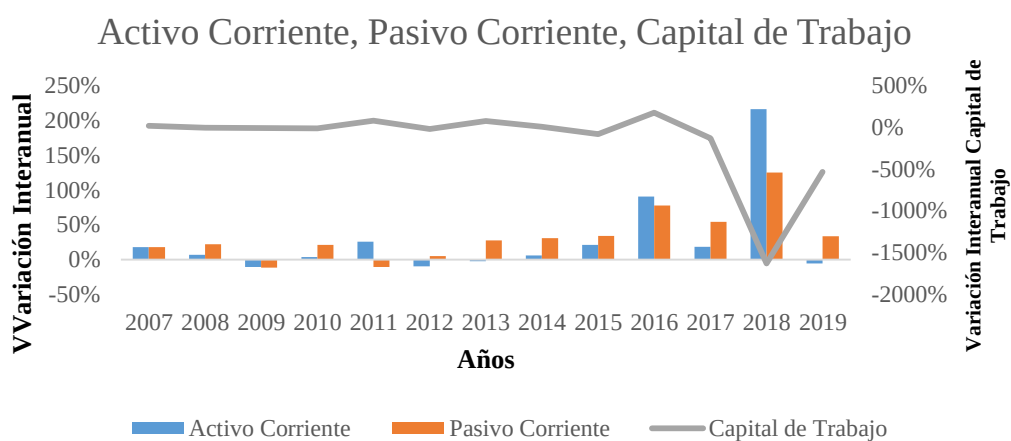
En el Gráfico 17 se puede apreciar dicha información referida a la evolución patrimonial de la empresa tanto a nivel agregado de su activo, pasivo y patrimonio neto, como así también en el Panel B de la evolución de su activo corriente, pasivo corriente y capital de trabajo.

Gráfico 17: Variables del Estado de Situación Patrimonial Papel Prensa. Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*

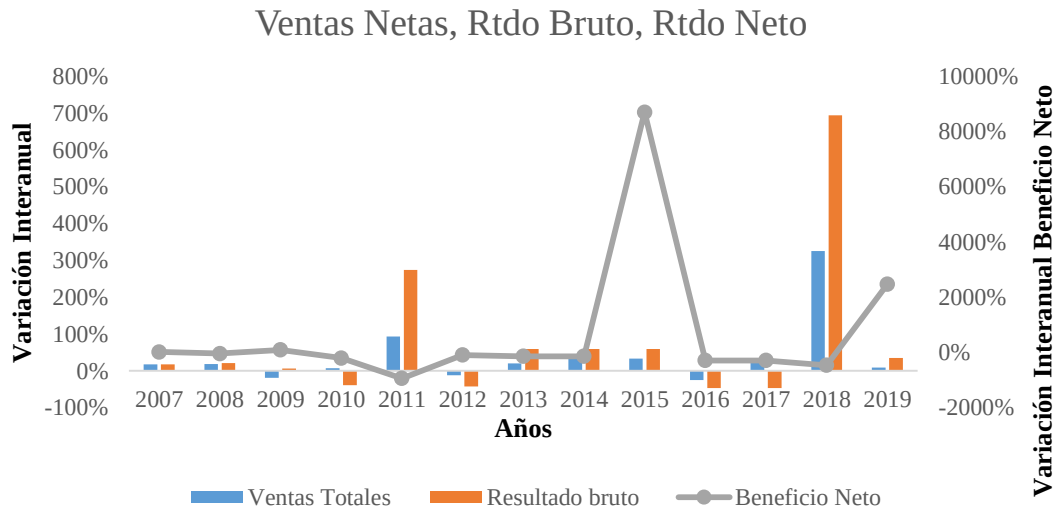


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Papel Prensa S.A.IC

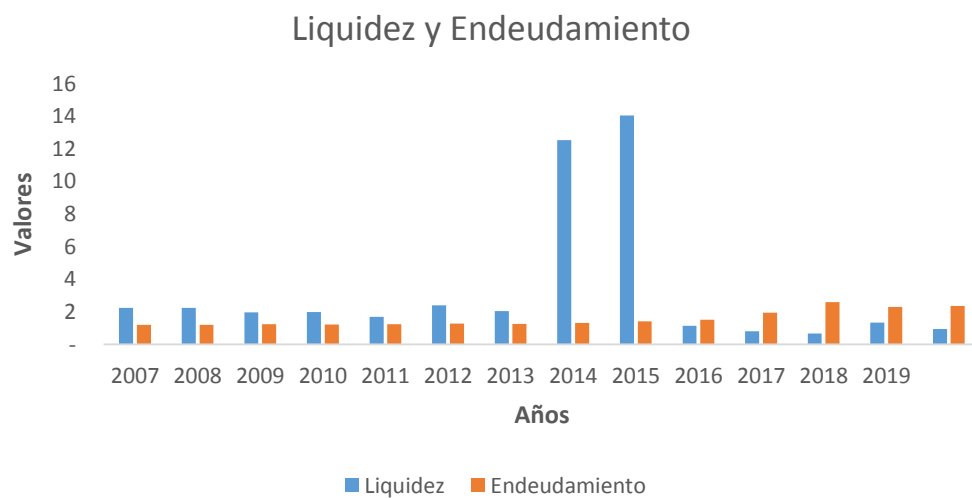
En materia de evolución de la situación de resultado de la empresa se presenta a continuación la siguiente situación referida en el Gráfico 18.

Gráfico 18: Variables del Estado de Resultado e indicadores Papel Prensa. Años 2006-2019

Panel A



Panel B



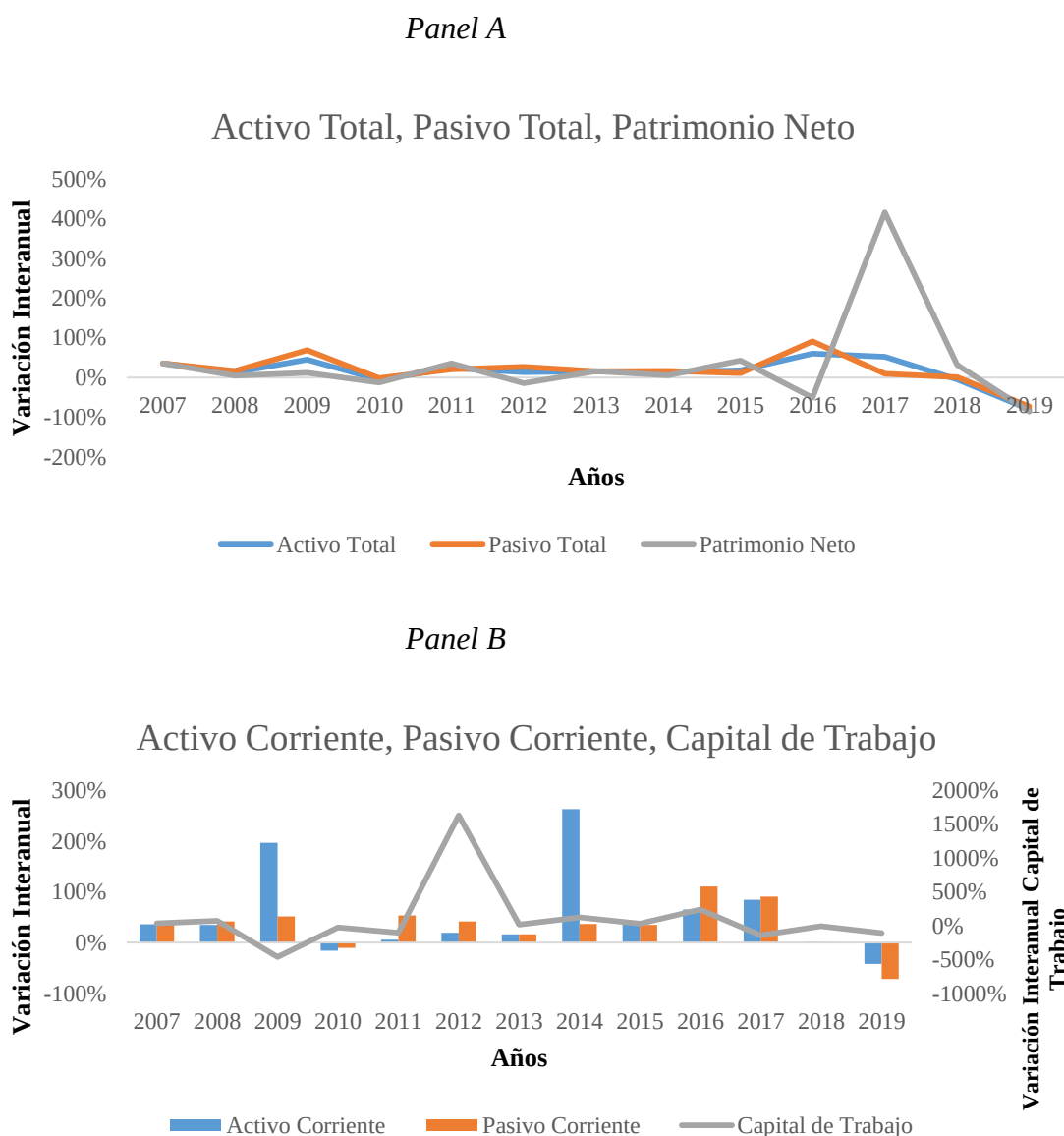
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Papel Prensa S.A.IC

Por último en relación a la situación de las empresas es que se presenta a continuación la gestión integral de Loma Negra, empresa que se dedica a la fabricación y comercialización de cemento y sus derivados, así como también la exploración de recursos minerales que son utilizados en el proceso productivo. La Sociedad posee 9 fábricas en la Argentina, en las provincias de Buenos Aires, Neuquén, San Juan y Catamarca. También

posee 18 plantas hormigoneras. Entre las empresas que se encuentran bajo su control, según Fix Scr (2021) se encuentran Recycomb S.A.U., sociedad dedicada al tratamiento y reciclado de residuos industriales para su utilización como combustible o materia prima y a Yguazú Cementos S.A., una compañía constituida en la República del Paraguay dedicada a la fabricación y a la comercialización de cemento.

En el Gráfico 19 se expone la situación referida a la gestión de la empresa en materia de situación patrimonial de sus Estados Contables, mientras que en el caso del Grafico 20 se presenta la evolución de las diferentes variables que componen su estado de resultado y los índices de liquidez y endeudamiento.

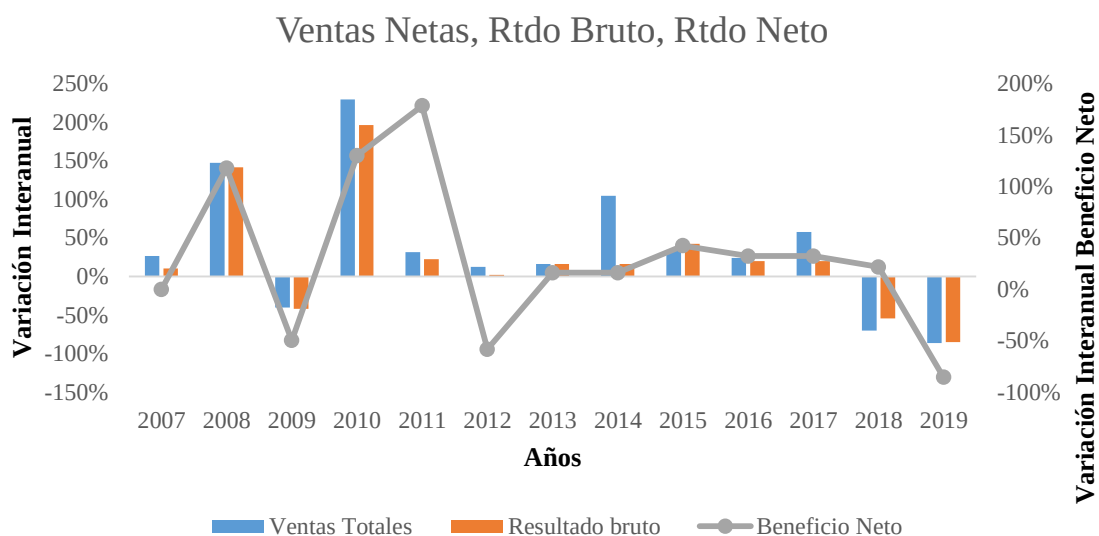
Gráfico 19: Variables del Estado de Situación Patrimonial Loma Negra. Años 2006-2019



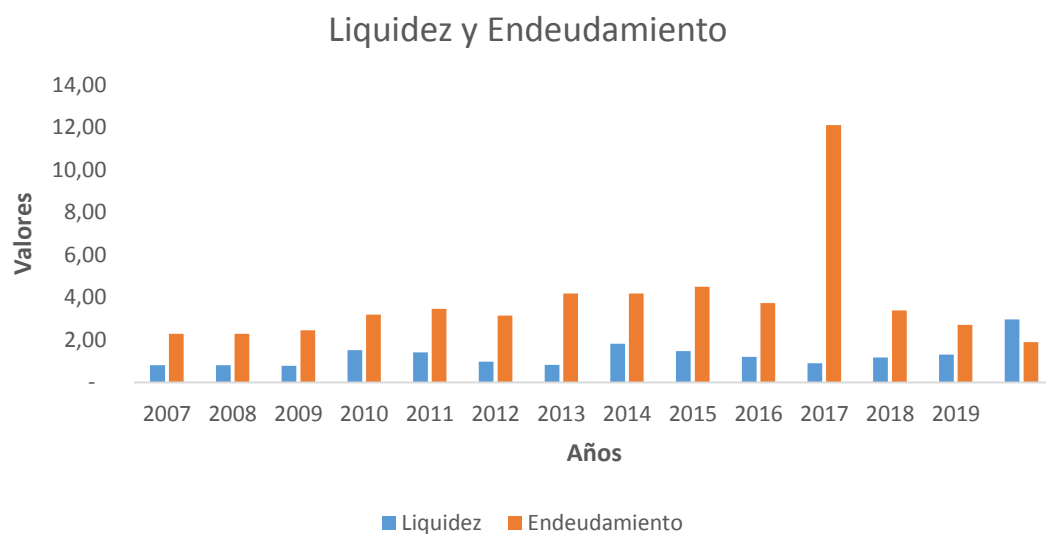
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Loma Negra

Gráfico 20: Variables del Estado de Resultado e indicadores Loma Negra. Años 2006-2019

*Panel A*



*Panel B*



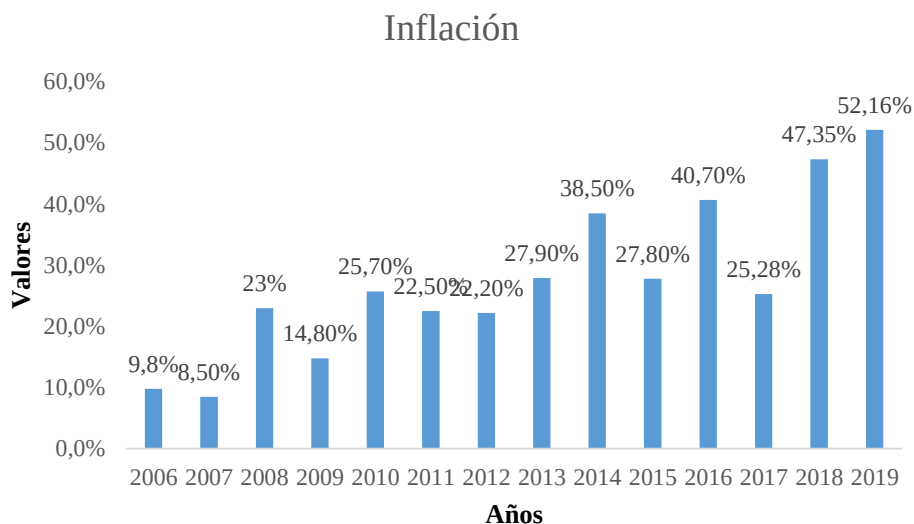
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Loma Negra

En el siguiente apartado se realizará una estimación de la correlación entre las variaciones de las diferentes variables relevantes que se observaron en el marco teórico de la presente investigación teniendo en cuenta el siguiente comportamiento de la inflación en materia de la serie de tiempo seleccionada. La información referida implicó el empalme de la serie publicada por INDEC en sus diferentes informes técnicos, como así también la



utilización de la inflación de Congreso para el período en que se encontró intervenido este organismo por lo que se refiere el siguiente Gráfico 21.

Gráfico 21: Inflación Argentina. Años 2006-2019



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y el IPC de Congreso

### La correlación entre la inflación y las principales variables

El análisis de correlación que se presentará en la siguiente sección implicará, en primera instancia determinar, para cada una de las empresas que conforman la muestra seleccionada cuál es el comportamiento que tienen los indicadores seleccionados con la inflación. El análisis se realizó para cada una de las empresas intentando determinar si para cada caso existió un comportamiento esperable o no sobre la variación interanual de los mismos. El orden de presentación de los cálculos mencionados anteriormente será el mismo que el utilizado para la presentación en la sección anterior. En esta sección particularmente, se realizó la estimación de los coeficientes de manera trimestrales para observar una mayor cantidad de datos y que de esta manera fuese posible disponer de una relación que resulte más adecuada para cada uno de los trimestres por variables.

En primer lugar, en la Tabla 1 para ARCOR, se compone de todos los valores de una matriz de correlación para la empresa que se encuentra explicitada en el Panel A del gráfico, mientras que se expone una prueba T para analizar la significancia de los coeficientes analizados, teniendo en cuenta que la hipótesis nula es que entre las variables mencionadas la correlación es cero y la hipótesis alternativa que si existe relación.

Tabla 1: Correlación ARCOR

*Panel A: Coeficiente de correlación*

|                                                   | Inflación |
|---------------------------------------------------|-----------|
| Activo Total                                      | 0,14      |
| Activo Corriente                                  | 0,12      |
| Activo No corriente                               | 0,16      |
| Pasivo Total                                      | 0,16      |
| Pasivo Corriente                                  | 0,03      |
| Pasivo No Corriente                               | 0,08      |
| Patrimonio Neto                                   | -0,04     |
| Ventas Totales                                    | -0,05     |
| Resultado bruto                                   | 0,20      |
| Beneficio Neto                                    | -0,45     |
| Capital de Trabajo                                | 0,06      |
| Liquidez                                          | -0,05     |
| Endeudamiento                                     | -0,05     |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,24      |
| Rentabilidad Neta                                 | -0,24     |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,24      |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,17      |

*Panel B: Análisis de significancia*

| Inflación y variables                             | Valor t | Valor p-value | Resultado  | Interpretación  |
|---------------------------------------------------|---------|---------------|------------|-----------------|
| Activo Total                                      | 1,0556  | 0,2959        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo Corriente                                  | 0,8817  | 0,3819        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo No corriente                               | 1,2143  | 0,2300        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Total                                      | 1,1600  | 0,2512        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Corriente                                  | 0,2024  | 0,8404        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo No Corriente                               | 0,5672  | 0,5730        | No Rechazo | No hay relación |
| Patrimonio Neto                                   | 0,2864  | 0,7757        | No Rechazo | No hay relación |
| Ventas Totales                                    | 0,3642  | 0,7171        | No Rechazo | No hay relación |
| Resultado bruto                                   | 1,5158  | 0,1355        | No Rechazo | No hay relación |
| Beneficio Neto                                    | 3,6228  | 0,0007        | Rechazo    | Negativa        |
| Capital de Trabajo                                | 0,4670  | 0,6424        | No Rechazo | No hay relación |
| Liquidez                                          | 0,3358  | 0,7384        | No Rechazo | No hay relación |
| Endeudamiento                                     | 0,3299  | 0,7427        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Bruta                                | 1,8029  | 0,0771        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Neta                                 | 1,8378  | 0,0717        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Inversiones                             | 1,7961  | 0,0782        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 1,2810  | 0,2058        | No Rechazo | No hay relación |

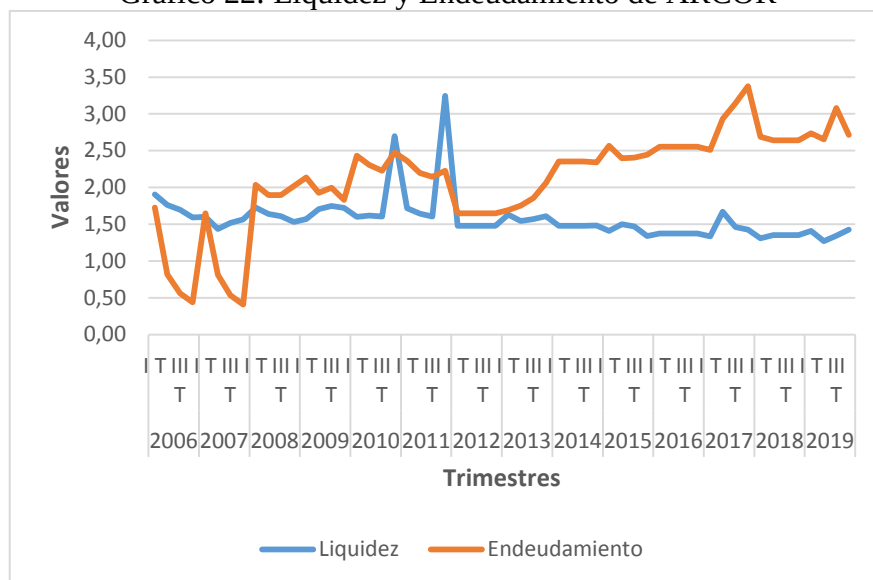
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa ARCOR

El análisis que se puede realizar sobre las variables trabajadas anteriormente y sobre el cual es posible extraer diferentes conclusiones;

- La inflación respecto del activo total, como así también del corriente y no corriente, presenta un comportamiento que si bien arroja un valor de coeficiente positivo el mismo al ser analizado en términos de la prueba de significancia arroja que este valor no arroja un p valor que permita afirmar que todo aumento de la inflación generó un incremento del activo. Una situación similar ocurre para el caso del pasivo total, tanto en su componente corriente como no corriente.
- Un hallazgo de relevancia para el caso de la empresa en cuestión ocurre cuando se analiza el beneficio neto el que se muestra una relación negativa entre la inflación y el valor de este resultado económico y financiero. En términos concretos el valor del coeficiente de correlación arroja un valor negativo denotando que todo aumento de la inflación socaba los valores de beneficio neto de la empresa. Una posible explicación detrás de este comportamiento se puede explicar por la dificultad que tiene la empresa de trasladar el aumento de sus costos por inflación a los precios de los productos, teniendo en cuenta no sólo el hecho de que estos forman parte de la canasta básica, sino que también se encontraron a lo largo del período analizado diferentes controles de precios, máximos, que afectaron la situación particular de la empresa.

El hecho de que la organización no presente un cambio respecto de su activo y pasivo total, como corriente, no implica que la relación entre el endeudamiento y la liquidez haya generado un cambio la estrategia de decisión financiera a lo largo de los años analizados. El siguiente Gráfico muestra el comportamiento, en base a los valores trimestrales de los años analizados para el caso de ARCOR.

Gráfico 22: Liquidez y Endeudamiento de ARCOR



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa ARCOR S.A.I.C.

En esta relación se observa que en primer lugar la liquidez se ha intentado mantener constante a lo largo de los trece años analizados. Sin embargo, el endeudamiento ha crecido. Si bien no es posible atribuir a que el comportamiento del endeudamiento se deba exclusivamente a los elevados niveles de inflación si y es un factor que ha influido para que el mismo se haya incrementado. La importancia de este hallazgo se encuentra en estrecha relación con el rendimiento o rentabilidad de una empresa.

En cuanto al último punto, la inflación ha resultado una variable que afecta al proceso de toma de decisiones de las inversiones de toda organización. La inflación como se mencionó con anterioridad al perjudicar el sistema de precios relativos y otorgar señales erróneas a los decisores provoca que exista mayor incertidumbre. En el caso de ARCOR se puede observar que la organización ha presentado un aumento en las inversiones cuando la inflación ha presentado una merma y viceversa. Si bien las inversiones que fueron analizadas componen el activo corriente de la organización el cual no presentó una relación que resulte posible de expresar en todos los casos una relación positiva, no es menor notar el comportamiento anterior de la variable.

En cuanto a la segunda empresa que forman parte de la muestra en la presente investigación, Grupo Ledesma en la Tabla 2 se observa el comportamiento de esta.

Tabla 2: Correlación Grupo Ledesma

|                                                   | Inflación |
|---------------------------------------------------|-----------|
| Activo Total                                      | -0,06     |
| Activo Corriente                                  | 0,12      |
| Activo No corriente                               | 0,15      |
| Pasivo Total                                      | -0,17     |
| Pasivo Corriente                                  | -0,14     |
| Pasivo No Corriente                               | -0,14     |
| Patrimonio Neto                                   | 0,10      |
| Ventas Totales                                    | 0,07      |
| Resultado bruto                                   | -0,04     |
| Beneficio Neto                                    | -0,02     |
| Capital de Trabajo                                | 0,03      |
| Liquidez                                          | 0,08      |
| Endeudamiento                                     | -0,17     |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,09      |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,20      |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,05      |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,21      |

*Panel B: Análisis de significancia*

| Inflación y variables                             | Valor t | Valor p-value | Resultado  | Interpretación  |
|---------------------------------------------------|---------|---------------|------------|-----------------|
| Activo Total                                      | 0,4052  | 0,6869        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo Corriente                                  | 0,8588  | 0,3943        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo No corriente                               | 1,1061  | 0,2737        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Total                                      | 1,2686  | 0,2101        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Corriente                                  | 0,9962  | 0,3237        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo No Corriente                               | 0,9984  | 0,3226        | No Rechazo | No hay relación |
| Patrimonio Neto                                   | 0,7075  | 0,4824        | No Rechazo | No hay relación |
| Ventas Totales                                    | 0,4790  | 0,6339        | No Rechazo | No hay relación |
| Resultado bruto                                   | 0,2929  | 0,7708        | No Rechazo | No hay relación |
| Beneficio Neto                                    | 0,1148  | 0,9091        | No Rechazo | No hay relación |
| Capital de Trabajo                                | 0,2306  | 0,8185        | No Rechazo | No hay relación |
| Liquidez                                          | 0,5995  | 0,5514        | No Rechazo | No hay relación |
| Endeudamiento                                     | 1,2683  | 0,2102        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,6389  | 0,5256        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Neta                                 | 1,4576  | 0,1509        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,3438  | 0,7323        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 1,5370  | 0,1302        | No Rechazo | No hay relación |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Grupo Ledesma S.A.I.I

En cuanto al análisis de la correlación en el caso del Grupo Ledesma, en primer lugar, es necesario mencionar que debido a la diversidad de productos que comercializa su análisis requiere de mayor detenimiento dado que los bienes que se transan dependen tanto de precios internos como de precios internacionales. En el caso particular de la relación entre la inflación y el activo total se puede observar que en este caso se obtiene un nivel que es próximo a cero. Este valor muestra que si bien el valor de la prueba de significancia arroja que es posible rechazar la hipótesis nula de que no existe relación entre las variables la misma podría considerarse débil. El motivo que subyace a esta situación es que la organización dispone de diversos procesos productivos internamente. En el caso del sector del agropecuario el hecho de disponer en mayor o menor medida un activo elevado se encuentra en función del ciclo productivo en sí mismo como así también de las señales que ofrece el mercado. A la vez de que la organización también en el sector de producción de caña de azúcar depende de las restricciones, al igual que el papel, para exportar sus productos lo que condiciona la determinación de inventarios, bienes de cambio y de la venta a crédito.

Si el mismo análisis se realiza para el caso del pasivo total las conclusiones que se obtienen son similares, denotando que en este caso ocurre que la relación continua resultando negativa, pero a la vez que presenta un comportamiento de ser superior en valor absoluto que la anterior. A los fines de determinar las decisiones financieras de corto plazo, se observó que la organización no presenta una relación alguna lo que se encuentra en estrecha relación con los hallazgos realizados hasta el momento sobre el comportamiento del activo y pasivo corriente. Esta situación muestra que es posible inferior que la inflación para un grupo como es el caso de Ledesma, si bien genera modificaciones respecto de las decisiones financieras, el hecho de que el mismo contemple diversas actividades con relación a variables diversas genera que las decisiones se complejicen y no dependan de un único factor.

El análisis sobre la situación financiera de la empresa en épocas de inflación se plasma en el comportamiento que se observa del coeficiente de correlación entre la serie de resultado bruto y de inflación para la empresa, como así también considerando la de beneficio neto. En ambos casos el coeficiente de correlación si bien asume un valor positivo, la prueba de significancia arroja que no es posible establecer una relación de este tipo. En este punto, puede reafirmarse de manera más visibles las sospechas mencionadas en el caso de ARCOR donde se tiene que el aumento de los costos ocurre en mayor medida



que en el aumento de las ventas, teniendo en cuenta que todos los valores se miden en términos nominales. Esta situación se refleja en que el resultado bruto aumente cuando la inflación disminuya y baje, cuando la inflación aumenta. Sin embargo, la organización tiene en cuenta este efecto dado que el resultado neto de la empresa, en el que se incluye en la actualización los resultados de la exposición a los cambios en el poder adquisitivo de la moneda que este asume un valor positivo de correlación. Esto podría inferir que todo aumento que ocurra para el caso de la inflación generaría un valor de ajuste por inflación en la cuenta que aglomera todos estos valores que la vuelve positiva generando un impulso para el caso del resultado del ejercicio.

Al analizar el caso del endeudamiento y liquidez ocurre que si bien en ambos casos el valor de los coeficientes sometidos a la prueba de significancia no muestra una relación posible de establecer a lo largo de la serie trimestral. Es posible mostrar que el signo de la relación podría permitir establecer una relación entre ambas variables. En particular el hecho de que el endeudamiento presentase un signo negativo da cuenta de que la organización prefiere disminuir su endeudamiento cuando existen procesos inflacionarios, pudiendo responder a la lógica de que a mayor inflación y si la tasa de interés de los préstamos en términos nominales acompaña la inflación el costo del endeudamiento es mayor.

En cuanto a la gestión de las diferentes empresas que conforman la muestra se presenta aquella relacionada al sector energético, Pampa energía, como se muestra en la Tabla 3 se observa el comportamiento de esta.

Tabla 3: Correlación PAMPA ENERGÍA

|                                                   | Inflación |
|---------------------------------------------------|-----------|
| Activo Total                                      | -0,05     |
| Activo Corriente                                  | -0,09     |
| Activo No corriente                               | -0,06     |
| Pasivo Total                                      | -0,03     |
| Pasivo Corriente                                  | -0,01     |
| Pasivo No Corriente                               | -0,07     |
| Patrimonio Neto                                   | 0,26      |
| Ventas Totales                                    | -0,11     |
| Resultado bruto                                   | 0,04      |
| Beneficio Neto                                    | -0,09     |
| Capital de Trabajo                                | -0,04     |
| Liquidez                                          | -0,05     |
| Endeudamiento                                     | 0,27      |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,14      |
| Rentabilidad Neta                                 | -0,08     |
| Cuenta de Inversiones                             | -0,06     |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | -0,11     |

*Panel B: Análisis de significancia*

| Inflación y variables                             | Valor t   | Valor p-value | Resultado  | Interpretación  |
|---------------------------------------------------|-----------|---------------|------------|-----------------|
| Activo Total                                      | 0,3857240 | 0,7012451     | No Rechazo | No hay relación |
| Activo Corriente                                  | 0,6513831 | 0,5176138     | No Rechazo | No hay relación |
| Activo No corriente                               | 0,4315131 | 0,6678456     | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Total                                      | 0,1999264 | 0,8423033     | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Corriente                                  | 0,0929548 | 0,9262900     | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo No Corriente                               | 0,5257923 | 0,6012257     | No Rechazo | No hay relación |
| Patrimonio Neto                                   | 1,9896272 | 0,0518029     | No Rechazo | No hay relación |
| Ventas Totales                                    | 0,7723193 | 0,4433558     | No Rechazo | No hay relación |
| Resultado bruto                                   | 0,3279151 | 0,7442678     | No Rechazo | No hay relación |
| Beneficio Neto                                    | 0,6342572 | 0,5286412     | No Rechazo | No hay relación |
| Capital de Trabajo                                | 0,2672916 | 0,7902821     | No Rechazo | No hay relación |
| Liquidez                                          | 0,3864243 | 0,7007295     | No Rechazo | No hay relación |
| Endeudamiento                                     | 2,0610798 | 0,0442167     | Rechazo    | Positiva        |
| Rentabilidad Bruta                                | 1,0419214 | 0,3021777     | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,5858185 | 0,5604839     | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,4367393 | 0,6640746     | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,8426095 | 0,4032334     | No Rechazo | No hay relación |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Pampa Energía

La empresa Pampa energía, dedicada a la generación y transmisión de energía eléctrica muestra una situación que merece ser entendida de manera particular debido al sector al que pertenece. El agente que modifica el cuadro tarifario sobre el cual se rige Pampa Energía, es el administrador del mercado mayorista C.A.M.M.E.S.A. quien puede demorar o detener los pagos a las generadoras en el momento que las distribuidoras, pierdan ingresos debido a la alta incobrabilidad o a subsidios erróneamente otorgados de los usuarios finales y posponen el pago a este. Esta situación descripta anteriormente sobre cómo se forman sus ventas, afecta directamente a los componentes del activo, hecho que se plantea para diferenciar la ocasión de que, no todo aumento de la inflación en este sector se traslada de manera directa o por decisión de la propia empresa, sino que interviene un tercero en la determinación de este.

La anterior situación se observa en el hecho de que la organización dispone un valor del coeficiente de correlación que resulta negativo, aunque cercano a cero en el caso del activo total, corriente y no corriente. Hecho que también se repite para el caso del pasivo total, corriente y no corriente. En todos los casos mencionados anteriormente y al momento de someter a los coeficientes a la prueba de significancia se observa que la relación entre las variables es débil. En este sentido se afirma que la dependencia de CAMMESA en la actualización del cuadro tarifario influye en el proceso de toma de decisiones. En este sentido si bien para el caso del activo resultaría esperable que ocurra dicha situación, se esperaría que ante la falta de actualización la organización incurra en un mayor endeudamiento, motivo de que no puede hacer frente al incremento de su estructura de costos.

El análisis de correlación respecto de los resultados brutos y neto nuevamente al ser tan próximos a cero, aún sin significancia en la prueba analizada se observa que la misma presenta un comportamiento disímil al observado anteriormente tanto en ARCOR como en Grupo Ledesma, el beneficio bruto tiene una correlación negativa, mientras que el beneficio neto positiva. Si bien la diferencia es ínfima podría deberse al comportamiento de la cuenta de ajuste R.E.C.P.A.M. La aplicación de la RT 6, que permite no depurar los resultados financieros y por tenencia, pudiendo realizar un cálculo global de la reexpresión de todas las partidas no monetarias a través del método indirecto de reexpresión genera que la diferencia obtenida se defina como el resultado financiero y por tenencia incluido denominado R.E.C.P.A.M. Este ajuste no sólo se establece tal como se conoce actualmente como único antecedente normativo de aplicación, sino que también las RT 17 y RT 41

mostraron que esta operatoria implica más que una obligación para las empresas un desafío de ajustar tanto sus rubros del Estado de Situación Patrimonial como los que pertenecen al Estado de Resultado.

Si bien no fue un propósito de esta investigación analizar el valor de esta cuenta de ajuste desde la reanudación del ajuste por inflación en el año 2018, analizando los Estados Contables del año 2020, como referencia, se observó un R.E.C.P.A.M. igual a cero, que el mismo requiere de un análisis que excediera la exposición anual, sino más bien se indaga a nivel cuatrimestral. En el cuarto cuatrimestre se observa un valor positivo muy escaso que puede inferirse que fuera utilizado como herramienta para acceder al crédito o financiarse con la emisión de obligaciones negociables. Así, a partir de que el ajuste por exposición al cambio en el poder adquisitivo de la moneda resulta cero, es que surge posible de afirmar que el ajuste por inflación no genera ni ganancias ni pérdidas, en otras palabras, no afecta el resultado de la empresa.

En una visión crítica de esta situación el motivo de dicho comportamiento puede encontrarse en la participación entre los rubros monetarios y no monetarios del activo que es prácticamente proporcional. Es posible que ocurriera del análisis el hecho de que los activos no monetarios, al ser inferiores a los monetarios (tal vez mucho efectivo en caja, depósitos en bancos, etc.), en el momento del ajuste se equiparen y no lleguen a superar o a perder generando un resultado nulo por exposición. A partir del R.E.C.P.A.M. cero, Pampa Energía no se beneficia ni se perjudica del ajuste por inflación.

Al analizar la correlación entre la inflación y el endeudamiento, en función del análisis realizado anteriormente es posible tener en cuenta que la organización presenta el único valor de la Tabla 3, en el Panel B en el que no ocurre una ausencia de relación. En este sentido se observa que el valor de dicha correlación arroja un total de 0,27 el que muestra que ante aumentos de los precios en contextos inflacionarios ocurren incrementos en el endeudamiento. Si bien no es menester de esta organización observar la estructura de este endeudamiento, se puede observar que el incremento del mismo ocurrió, al realizar una visión de los Estados Contables con el mismo ente CAMMESA.

En el caso particular de la empresa CRESUD se muestra en la siguiente Tabla 4 su correlación relacionada entre las principales variables en términos de evolución y el cambio en la inflación medida a través del Índice de Precios al Consumidor.



Tabla 4: Correlación CRESUD

|                                                   | Inflación |
|---------------------------------------------------|-----------|
| Activo Total                                      | 0,33      |
| Activo Corriente                                  | 0,29      |
| Activo No corriente                               | 0,31      |
| Pasivo Total                                      | 0,30      |
| Pasivo Corriente                                  | 0,29      |
| Pasivo No Corriente                               | 0,21      |
| Patrimonio Neto                                   | 0,39      |
| Ventas Totales                                    | 0,05      |
| Resultado bruto                                   | -0,02     |
| Beneficio Neto                                    | 0,02      |
| Capital de Trabajo                                | 0,03      |
| Liquidez                                          | 0,05      |
| Endeudamiento                                     | 0,19      |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,14      |
| Rentabilidad Neta                                 | -0,08     |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,00      |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,27      |

*Panel B: Análisis de significancia*

| Inflación y variables                             | Valor t     | Valor p-value | Resultado  | Interpretación  |
|---------------------------------------------------|-------------|---------------|------------|-----------------|
| Activo Total                                      | 2,526174683 | 0,014554346   | Rechazo    | Positiva        |
| Activo Corriente                                  | 2,182828035 | 0,033499643   | Rechazo    | Positiva        |
| Activo No corriente                               | 2,336129207 | 0,023299217   | Rechazo    | Positiva        |
| Pasivo Total                                      | 2,318353355 | 0,024319741   | Rechazo    | Positiva        |
| Pasivo Corriente                                  | 2,240507445 | 0,029273191   | Rechazo    | Positiva        |
| Pasivo No Corriente                               | 1,5433856   | 0,128687627   | No Rechazo | No hay relación |
| Patrimonio Neto                                   | 3,116876763 | 0,002950671   | Rechazo    | Negativa        |
| Ventas Totales                                    | 0,371943596 | 0,711417859   | No Rechazo | No hay relación |
| Resultado bruto                                   | 0,114377202 | 0,90937099    | No Rechazo | No hay relación |
| Beneficio Neto                                    | 0,178188793 | 0,859254059   | No Rechazo | No hay relación |
| Capital de Trabajo                                | 0,213671911 | 0,831622784   | No Rechazo | No hay relación |
| Liquidez                                          | 0,377722645 | 0,707145146   | No Rechazo | No hay relación |
| Endeudamiento                                     | 1,378055723 | 0,173976538   | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Bruta                                | 1,028339512 | 0,30846052    | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,563852758 | 0,57523259    | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,014717398 | 0,988312902   | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 2,018389009 | 0,048623989   | Rechazo    | Negativa        |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Cresud



La empresa CRESUD perteneciente al sector agrícola del país concentra sus esfuerzos en la adquisición, desarrollo y operación de campos con potencial de apreciación. El análisis que permite realizar esta empresa sobre el sector agrícola tiene la intención de asegurar aquellos hallazgos realizados en materia de comportamiento del ajuste por inflación.

En cuanto al análisis de correlación entre la inflación y el activo se observa que la misma presenta una relación positiva en torno a ambas variables. Una posible explicación que se puede encontrar detrás la realiza Marcolini, Perotti y Zgaib (2020) describiendo que los activos que mayor preponderancia tienen en este tipo de actividad son de dos tipos; bienes de cambio y activos biológicos. Ambos conceptos que fueron incorporados dentro de la RT 46 se valúan a valor corriente, por lo que su poder adquisitivo se refleja al finalizar el ejercicio económico. El hecho de que ocurra esta característica de los activos genera que el mismo no intervenga dentro del ajuste por inflación debido a que ya se encuentra medido a valores corrientes del cierre del ejercicio como indica la RT 6. Sin embargo, en cuanto a la gestión de los rubros no monetarios estos si deben actualizarse. El hecho de que en la actividad agrícola los rubros de bienes de cambio y de activos biológicos correspondan en un porcentaje superior que en otras actividades económicas genera que el impacto sobre este tipo de actividad, de procesos inflacionarios resulte menor que en actividad comerciales.

La relación expuesta por los autores si se analiza el caso especial del análisis corriente y no corriente muestra que es posible observar que la relación se mantiene. En este sentido el hecho de que la composición de esta empresa resulte dinámica muestra que el incremento de la inflación, al modificar los precios internos, pero no los de referencia internacional que se utilizan para la comercialización, la situación se modifica considerablemente.

Una vez explicitada la relación que sucede con el activo total, resulta de interés ahondar el pasivo total, con su descomposición entre pasivo corriente y no corriente. En cuanto a los tres conceptos se observó aún con un valor próximo a cero, pero rechazando la hipótesis nula de no correlación para los casos analizados, que el coeficiente de correlación presenta un resultado positivo. Este último da cuenta que esta empresa agrícola en período de altos niveles de inflación, que genera inestabilidad prefiere disminuir el valor de sus

obligaciones con terceros. La decisión financiera que se puede encontrar detrás de esta actitud puede deberse al ancla que ocurre de la inflación y el tipo de cambio.

En los últimos años en Argentina se ha observado que si bien el país no presenta una metodología de ancla de la inflación al tipo de cambio que ocurra de manera explícita, se puede establecer cierta relación. En cuanto la economía del país presenta niveles elevados de inflación la autoridad monetaria genera un retroceso en el aumento del tipo de cambio intentando por medio de diversas estrategias que el mismo se mantenga constante en el tiempo o bien con una tasa de cambio tendiente a cero. Esta situación modifica la decisión de los agricultores del país que toman decisiones de venta y de financiamiento, con igual importancia y preponderancia ante cambios en el tipo de cambio y cambio en el nivel general de precios. Si bien cuando existe un aumento del tipo de cambio sus deseos de incrementar las exportaciones suben, suponiendo que no se incrementan las retenciones. Si el tipo de cambio se encuentra atrasado producto de intentar por medio de este disminuir la inflación el pasivo total de la empresa medido en dólares se diluye con la inflación superior, por lo que resultaría de esperarse que la situación entre ambas variables presente una relación negativa.

En relación con la situación que se observa con el patrimonio neto este también presentó un valor de coeficiente de correlación positivo en el que se presenta una relación similar para el caso del activo y pasivo total. En este sentido, teniendo en cuenta la última variable se tiene que, al descomponer el pasivo total, las cuentas por pagar presentan la misma relación que el pasivo corriente donde se tiene que al incrementarse los precios también lo hace las cuentas por pagar. En este punto es de esperarse que el endeudamiento también presente la misma relación. El análisis del endeudamiento muestra que si bien el coeficiente es positivo, al momento de mostrar el análisis de significancia el mismo muestra que no existe fuerza en la relación entre las variables.

La quinta empresa que conforma la muestra que se tiene en cuenta, ALUAR pertenece al sector industrial, específicamente aquel relacionado a la fabricación de aluminio en Argentina, siendo una de las empresas de mayor referencia a nivel nacional con un adecuado reconocimiento a nivel internacional. En la Tabla 5 se presentan los diferentes coeficientes de correlación para los indicadores que se analizaron en la presente investigación.

Tabla 5: Correlación ALUAR

|                                                   | Inflación |
|---------------------------------------------------|-----------|
| Activo Total                                      | 0,20      |
| Activo Corriente                                  | 0,23      |
| Activo No corriente                               | 0,22      |
| Pasivo Total                                      | 0,19      |
| Pasivo Corriente                                  | 0,17      |
| Pasivo No Corriente                               | 0,16      |
| Patrimonio Neto                                   | -0,03     |
| Ventas Totales                                    | 0,10      |
| Resultado bruto                                   | 0,10      |
| Beneficio Neto                                    | -0,07     |
| Capital de Trabajo                                | 0,08      |
| Liquidez                                          | -0,04     |
| Endeudamiento                                     | -0,05     |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,11      |
| Rentabilidad Neta                                 | -0,06     |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,00      |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | -0,08     |

*Panel B: Análisis de significancia*

| Inflación y variables                             | Valor t | Valor p-value | Resultado  | Interpretación  |
|---------------------------------------------------|---------|---------------|------------|-----------------|
| Activo Total                                      | 1,4735  | 0,1465        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo Corriente                                  | 1,6927  | 0,0964        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo No corriente                               | 1,6245  | 0,1102        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Total                                      | 1,4223  | 0,1608        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Corriente                                  | 1,2398  | 0,2205        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo No Corriente                               | 1,1933  | 0,2381        | No Rechazo | No hay relación |
| Patrimonio Neto                                   | 0,1985  | 0,8434        | No Rechazo | No hay relación |
| Ventas Totales                                    | 0,7140  | 0,4783        | No Rechazo | No hay relación |
| Resultado bruto                                   | 0,7337  | 0,4663        | No Rechazo | No hay relación |
| Beneficio Neto                                    | 0,4767  | 0,6356        | No Rechazo | No hay relación |
| Capital de Trabajo                                | 0,5876  | 0,5593        | No Rechazo | No hay relación |
| Liquidez                                          | 0,2861  | 0,7760        | No Rechazo | No hay relación |
| Endeudamiento                                     | 0,3803  | 0,7052        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,7698  | 0,4448        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,4434  | 0,6593        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,0093  | 0,9926        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,6051  | 0,5477        | No Rechazo | No hay relación |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa ALUAR

El análisis de la empresa ALUAR se contextualiza dentro del sector industrial de aluminio siendo la empresa líder en la fabricación y comercialización de este. En primer lugar, al analizar la situación de esta empresa se observa que la influencia del aumento generalizado y sostenido en el nivel de precios para el activo total si bien otorga un rechazo a la hipótesis nula asume un valor cercano a cero, siendo negativo lo que se traduce en una situación similar para el caso del activo corriente y no corriente. El hecho de que esto ocurra se debe en mayor medida al tipo de actividad en el que se desarrolla la organización. El bien que comercializa es considerado primario y el mismo forma parte, con su precio, en diferentes estimaciones sobre indicadores referidos al sector de la construcción. Si bien este sector intenta ser procíclico, es decir que aumenta el mismo en términos públicos cuando aumenta la inflación por el sector que apunta, el activo sufre un comportamiento dispar. El hecho de que este comportamiento ocurra no permite extraer conclusión alguna respecto de la influencia de la inflación en este rubro, al menos para el caso de la empresa utilizada en la muestra.

En el caso particular del pasivo la situación se mantiene con el escaso poder de predicción sobre los valores del coeficiente de correlación, dado que el nivel de significancia arroja que no existe relación entre las dos variables. El análisis de las demás variables se tiene que, la liquidez y el endeudamiento no presentan relación fuerte por lo que no se rechaza la hipótesis nula de que las dos variables tienen una relación cero en cuanto a aumentos y disminuciones.

En un cambio de sector sobre las empresas analizadas se encuentra la situación particular del banco comercial BBVA Argentina, que se muestra en la Tabla 6 a continuación. Al momento de analizar la correlación entre las variables de esta empresa es necesario mencionar que el hecho de pertenecer al sector financiero le genera diferentes condiciones de análisis que se irán presentando a lo largo de las diferentes conclusiones que se pueden extraer sobre los coeficientes de correlación.

En cuanto a la relación existente entre la inflación y el activo total de la empresa se observa que, a nivel general, pero en el caso particular del activo corriente y no corriente, ocurre que todo aumento en el nivel general de precios provoca un aumento del activo total. A pesar de este resultado el estudio de la significancia muestra que la relación entre las variables es cero.

El motivo que subyace a este comportamiento tiene la lógica simple de que el mismo genera un incremento en el efectivo disponible por la entidad. Sin embargo, se requiere analizar cuál es la influencia que tiene la tasa de interés respecto de estas decisiones ya que compone una de las variables de mayor interés para la organización en cuanto decide aumentar o disminuir el valor de sus colocaciones en función de esta. En este punto es necesario aclarar que, si bien el banco tiene libertad en fijar la tasa de interés, tanto activa como pasiva a la que utilizará sus fondos es necesario aclarar que la misma se encuentra en relación estrecha con el valor publicado por el Banco Central. En el siguiente apartado se realizará un análisis respecto de dicha tasa en cuanto a indagar respecto de la influencia que genera la inflación en el proceso de toma de decisiones de las empresas financieras.

El valor del coeficiente referenciado anteriormente respecto del activo total, presenta el mismo valor en términos de la relación entre el pasivo total y la inflación debido a la explicación anterior, teniendo en cuenta que en mayor medida la organización aumenta, cuando aumenta la inflación los pasivos corrientes, aunque en el análisis de significancia no se rechaza la hipótesis nula de que la correlación entre las dos variables es cero. En cuanto a este último punto es necesario mencionar que uno de los principales cambios que generaba la inflación en cuanto a las distorsiones económicas era el traspaso de fondos de unidades superavitarias y deficitarias. En particular este último comportamiento se encuentra a la luz del análisis sobre esta entidad financiera. El aumento de la inflación genera, a una tasa de interés nominal que se encuentre próxima a la inflación la conveniencia de que la organización asuma valores de obligaciones futuras que no tengan un vencimiento corto dado que la inflación puede generar beneficios en términos reales de licuar la deuda.

En cuanto a la relación entre la inflación y el patrimonio neto el valor del coeficiente de correlación se encuentra próximo a cero, siendo que la prueba de significancia muestra que no se rechaza la hipótesis nula de no correlación. A partir de este hallazgo, anterior de comportamiento del activo y el pasivo totales se requiere analizar la relación entre la inflación y la liquidez, siendo que esta aumenta cuando también aumenta la inflación. Este comportamiento se corresponde con el aumento inferior, en términos proporcionales del pasivo y el activo corrientes. En el caso del endeudamiento se observa que el comportamiento sigue una tendencia como que la que se describió anteriormente respecto del aumento del pasivo no corriente, incrementando el cociente del pasivo total.

Por último, en cuanto al comportamiento del resultado bruto y neta, la primera variable es la única que mostró una correlación positiva con el resultado bruto donde la prueba de significancia muestra que se rechaza la hipótesis nula. Este hecho se repite para el caso de la rentabilidad bruta donde la entidad dispone de la posibilidad de encontrar resultados positivos de colocaciones financieras se observó que, un aumento de la inflación si bien genera un incremento en el concepto bruto, no lo hace en términos neto. Este último hallazgo permitiría inferir, sin caer en generalidades de llegar a una conclusión general sobre el sector que, la inflación si bien genera, para este caso la posibilidad de aprovechar por parte de la organización de mejorar su posición financiera, esta situación no necesariamente se refleja en un comportamiento similar en términos de rentabilidad neta.

Tabla 6: Correlación BBVA Argentina

|                                                   | Inflación |
|---------------------------------------------------|-----------|
| Activo Total                                      | 0,10      |
| Activo Corriente                                  | 0,05      |
| Activo No corriente                               | -0,08     |
| Pasivo Total                                      | 0,15      |
| Pasivo Corriente                                  | 0,12      |
| Pasivo No Corriente                               | -0,03     |
| Patrimonio Neto                                   | 0,03      |
| Ventas Totales                                    | 0,08      |
| Resultado bruto                                   | 0,32      |
| Beneficio Neto                                    | 0,16      |
| Capital de Trabajo                                | -0,04     |
| Liquidez                                          | -0,06     |
| Endeudamiento                                     | -0,11     |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,33      |
| Rentabilidad Neta                                 | -0,06     |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,06      |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | -0,05     |



*Panel B: Análisis de significancia*

| Inflación y variables                             | Valor t | Valor p-value | Resultado  | Interpretación  |
|---------------------------------------------------|---------|---------------|------------|-----------------|
| Activo Total                                      | 0,7511  | 0,4559        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo Corriente                                  | 0,3982  | 0,6921        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo No corriente                               | 0,5483  | 0,5858        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Total                                      | 1,0960  | 0,2780        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Corriente                                  | 0,8958  | 0,3744        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo No Corriente                               | 0,2270  | 0,8213        | No Rechazo | No hay relación |
| Patrimonio Neto                                   | 0,2548  | 0,7999        | No Rechazo | No hay relación |
| Ventas Totales                                    | 0,5993  | 0,5515        | No Rechazo | No hay relación |
| Resultado bruto                                   | 2,4513  | 0,0176        | Rechazo    | Positiva        |
| Beneficio Neto                                    | 1,1515  | 0,2547        | No Rechazo | No hay relación |
| Capital de Trabajo                                | 0,2568  | 0,7983        | No Rechazo | No hay relación |
| Liquidez                                          | 0,4119  | 0,6821        | No Rechazo | No hay relación |
| Endeudamiento                                     | 0,7697  | 0,4449        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Bruta                                | 2,5547  | 0,0135        | Rechazo    | Positiva        |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,4107  | 0,6829        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,4617  | 0,6462        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,3940  | 0,6951        | No Rechazo | No hay relación |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa BBVA Argentina

Al finalizar con el sector financiero se procedió a observar el análisis correspondiente a la empresa TELECOM, perteneciente al sector de las telecomunicaciones en Argentina, con la salvedad que en los últimos años ha formado parte de diferentes fusiones en grupos económicos que han modificado considerablemente su resultado económico, tendiente a una integración de los servicios prestados por los diferentes actores involucrados en la cadena de valor.

Tabla 7: Correlación TELECOM

|                                                   | Inflación |
|---------------------------------------------------|-----------|
| Activo Total                                      | 0,09      |
| Activo Corriente                                  | 0,03      |
| Activo No corriente                               | 0,09      |
| Pasivo Total                                      | 0,11      |
| Pasivo Corriente                                  | 0,09      |
| Pasivo No Corriente                               | 0,09      |
| Patrimonio Neto                                   | 0,12      |
| Ventas Totales                                    | 0,12      |
| Resultado bruto                                   | 0,23      |
| Beneficio Neto                                    | -0,16     |
| Capital de Trabajo                                | 0,04      |
| Liquidez                                          | -0,06     |
| Endeudamiento                                     | 0,05      |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,13      |
| Rentabilidad Neta                                 | -0,15     |
| Cuenta de Inversiones                             | -0,14     |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,06      |

*Panel B: Análisis de significancia*

| Inflación y variables                             | Valor t | Valor p-value | Resultado  | Interpretación  |
|---------------------------------------------------|---------|---------------|------------|-----------------|
| Activo Total                                      | 0,6482  | 0,5197        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo Corriente                                  | 0,2295  | 0,8193        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo No corriente                               | 0,6703  | 0,5056        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Total                                      | 0,8273  | 0,4118        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Corriente                                  | 0,6301  | 0,5314        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo No Corriente                               | 0,6628  | 0,5103        | No Rechazo | No hay relación |
| Patrimonio Neto                                   | 0,8638  | 0,3916        | No Rechazo | No hay relación |
| Ventas Totales                                    | 0,8516  | 0,3983        | No Rechazo | No hay relación |
| Resultado bruto                                   | 1,7399  | 0,0877        | No Rechazo | No hay relación |
| Beneficio Neto                                    | 1,1486  | 0,2559        | No Rechazo | No hay relación |
| Capital de Trabajo                                | 0,3150  | 0,7540        | No Rechazo | No hay relación |
| Liquidez                                          | 0,4431  | 0,6595        | No Rechazo | No hay relación |
| Endeudamiento                                     | 0,3511  | 0,7269        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,9419  | 0,3505        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Neta                                 | 1,1391  | 0,2598        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Inversiones                             | 1,0321  | 0,3067        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,4075  | 0,6853        | No Rechazo | No hay relación |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Telecom

En el caso particular de TELECOM como empresa que se observó que presentó diferentes tipos de fusiones como se mencionó anteriormente se omitió el análisis realizado sobre la cuenta de pasivos comerciales debido a que los mismos tuvieron disparidad en su gestión producto de una situación poco regular sobre las obligaciones asumidas con terceros.

Una vez realizada la anterior aclaración sobre la gestión de los pasivos comerciales es necesario tener en cuenta que la empresa dispone de un servicio que ha ido modificando a lo largo del tiempo respecto de la telefonía fija, debido a los diferentes servicios prestados. En cuanto al coeficiente de correlación del activo total el mismo dispone de la característica de ser cercano a cero respecto de la inflación, que si se somete a la prueba de significancia no se rechazó la hipótesis nula, donde la relación entre las dos variables es cero, porque los aumentos de una no se corresponden a otra. Sin embargo, si se analiza el coeficiente de correlación del activo corriente se observa, con un valor absoluto mayor y pudiendo existir una conclusión al respecto que el mismo asume un valor positivo.

En términos concretos es posible afirmar que a medida que se incrementa la inflación también lo hace el activo corriente de la organización. En este caso particular al desglosar el activo corriente de la empresa a partir de los rubros que la componen se observa en mayor medida que el mismo no posee bienes de cambio con una gran participación. Mientras que si dispone un elevado valor de créditos por venta los cuales se encuentra sujetos a una actualización de intereses por el pago de estos que se supone incorpora la inflación existente. Este último hecho genera que, en términos nominales todo aumento en el nivel general de precios también genere un aumento en esta partida.

En el caso del pasivo total la situación resulta similar en cuanto al rubro total del activo, su valor resulta cercano a cero, por lo que no se podría, sumada a la prueba de significancia no rechazando la hipótesis nula de no correlación, realizar conclusiones al respecto. El hecho de que ocurra esta situación pone de manifiesto el interrogante si los rubros corrientes y no corrientes presentan el mismo resultado. Ante este cuestionamiento es que se observa que, el pasivo tanto total, como corriente y no, no muestra relación entre las dos variables que resulte significativa.

Una situación que sí se puede evidenciar respecto de lo ocurrido en el comportamiento del Estado de Resultado de la empresa es el coeficiente de correlación

negativo entre la inflación y el beneficio neto, aunque no se rechaza la hipótesis nula, por lo que no hay relación posible de tener significancia entre las variables. A pesar de este último comentario, no deja de ser relevante cuestionarse el motivo de este valor puede encontrarse en el hecho de que el resultado del ejercicio se encuentra influenciado de manera directa por la posición financiera y monetaria de la empresa, siendo que se mencionó la posibilidad de encontrar arrendamientos financieros, a mayor inflación menor resultado neto. El hallazgo anterior resultaba esperable de encontrar dadas las condiciones plasmadas anteriormente en el pasivo no corriente con la generación de arrendamiento, que aquí se convalida.

Por último, en concordancia con los resultados extraídos respecto del beneficio neto es necesario mencionar que la rentabilidad neta asume el mismo valor de comportamiento que el beneficio neto con un coeficiente de correlación negativo, pero el nivel de significancia arroja que no hay relación significativa entre las variables.

En cuanto a la empresa TGS resulta necesario recordar que la misma está sujeta a un control conjunto y en partes iguales de: Pampa Energía S.A. por lo que se esperaría que ciertos comportamientos de esta organización se correspondan con su controlante.

Tabla 8: Correlación TGS

|                                                   | Inflación |
|---------------------------------------------------|-----------|
| Activo Total                                      | 0,46      |
| Activo Corriente                                  | 0,06      |
| Activo No corriente                               | 0,37      |
| Pasivo Total                                      | 0,39      |
| Pasivo Corriente                                  | -0,03     |
| Pasivo No Corriente                               | 0,27      |
| Patrimonio Neto                                   | 0,29      |
| Ventas Totales                                    | 0,02      |
| Resultado bruto                                   | -0,04     |
| Beneficio Neto                                    | -0,15     |
| Capital de Trabajo                                | 0,06      |
| Liquidez                                          | -0,03     |
| Endeudamiento                                     | 0,18      |
| Rentabilidad Bruta                                | -0,07     |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,08      |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,11      |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | -0,09     |

*Panel B: Análisis de significancia*

| Inflación y variables                             | Valor t  | Valor p-value | Resultado  | Interpretación  |
|---------------------------------------------------|----------|---------------|------------|-----------------|
| Activo Total                                      | 3,818330 | 0,00035       | Rechazo    | Positiva        |
| Activo Corriente                                  | 0,415558 | 0,67941       | No Rechazo | No hay relación |
| Activo No corriente                               | 2,860392 | 0,00604       | Rechazo    | Positiva        |
| Pasivo Total                                      | 3,082283 | 0,00326       | Rechazo    | Positiva        |
| Pasivo Corriente                                  | 0,199669 | 0,84250       | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo No Corriente                               | 2,048159 | 0,04551       | Rechazo    | Positiva        |
| Patrimonio Neto                                   | 2,184532 | 0,03337       | Rechazo    | Positiva        |
| Ventas Totales                                    | 0,134907 | 0,89320       | No Rechazo | No hay relación |
| Resultado bruto                                   | 0,288800 | 0,77386       | No Rechazo | No hay relación |
| Beneficio Neto                                    | 1,082870 | 0,28377       | No Rechazo | No hay relación |
| Capital de Trabajo                                | 0,429788 | 0,66909       | No Rechazo | No hay relación |
| Liquidez                                          | 0,233272 | 0,81645       | No Rechazo | No hay relación |
| Endeudamiento                                     | 1,356443 | 0,18071       | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,489135 | 0,62676       | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,595003 | 0,55437       | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,830372 | 0,41005       | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,654119 | 0,51586       | No Rechazo | No hay relación |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa TGS



El análisis de correlación arrojó diferencias respecto de la sospecha de comportamiento similar con Pampa Energía. En primer lugar, es necesario mencionar que en cuanto a los componentes agregados de activo y pasivo se observa un comportamiento similar al observado de su empresa controlante, siendo que la relación, aunque débil, pero con un nivel de significancia que permite realizar la siguiente afirmación para el caso del activo total muestra que todo aumento en la inflación genera un aumento en este y para el pasivo total, con mayor fuerza muestra el mismo comportamiento.

El hallazgo que se observó respecto del aumento de la inflación y el activo total responde a que como se mencionó anteriormente si bien el aumento en el valor cobrado por la energía no responde a una decisión unilateral de la empresa, si no que requiere de una autorización por el organismo C.A.M.M.E.SA se tiene que el mismo ocurre, aunque no necesariamente con la misma temporalidad. En el caso particular del pasivo total la situación respecto del coeficiente de correlación se mantiene, como así también para el caso del pasivo no corriente y el patrimonio neto.

En el análisis del caso del capital de trabajo, siendo este la diferencia entre el activo y pasivo corriente se observa que el comportamiento resulta sin relación con respecto a la inflación debido a que ambos componentes presentaron esta misma situación para el caso de su análisis aislado.

El caso particular de Papel Prensa presenta características similares a las observadas por Telecom con relación a procesos de fusiones que ocurrieron durante el período de tiempo estudiado en la presente investigación.

Tabla 9: Correlación PAPEL PRENSA

|                                                   | Inflación |
|---------------------------------------------------|-----------|
| Activo Total                                      | 0,39      |
| Activo Corriente                                  | 0,40      |
| Activo No corriente                               | 0,33      |
| Pasivo Total                                      | -0,01     |
| Pasivo Corriente                                  | -0,01     |
| Pasivo No Corriente                               | 0,18      |
| Patrimonio Neto                                   | 0,12      |
| Ventas Totales                                    | 0,06      |
| Resultado bruto                                   | 0,11      |
| Beneficio Neto                                    | 0,14      |
| Capital de Trabajo                                | 0,09      |
| Liquidez                                          | -0,06     |
| Endeudamiento                                     | -0,07     |
| Rentabilidad Bruta                                | -0,01     |
| Rentabilidad Neta                                 | -0,04     |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,19      |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,12      |

*Panel B: Análisis de significancia*

| Inflación y variables                             | Valor t | Valor p-value | Resultado  | Interpretación  |
|---------------------------------------------------|---------|---------------|------------|-----------------|
| Activo Total                                      | 3,1019  | 0,0031        | Rechazo    | Positiva        |
| Activo Corriente                                  | 3,1799  | 0,0025        | Rechazo    | Positiva        |
| Activo No corriente                               | 2,5689  | 0,0131        | Rechazo    | Positiva        |
| Pasivo Total                                      | 0,0561  | 0,9555        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Corriente                                  | 0,0809  | 0,9359        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo No Corriente                               | 1,3247  | 0,1910        | No Rechazo | No hay relación |
| Patrimonio Neto                                   | 0,8607  | 0,3933        | No Rechazo | No hay relación |
| Ventas Totales                                    | 0,4077  | 0,6851        | No Rechazo | No hay relación |
| Resultado bruto                                   | 0,7727  | 0,4431        | No Rechazo | No hay relación |
| Beneficio Neto                                    | 1,0007  | 0,3215        | No Rechazo | No hay relación |
| Capital de Trabajo                                | 0,6730  | 0,5039        | No Rechazo | No hay relación |
| Liquidez                                          | 0,4515  | 0,6535        | No Rechazo | No hay relación |
| Endeudamiento                                     | 0,5188  | 0,6061        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,0397  | 0,9685        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,2673  | 0,7903        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Inversiones                             | 1,4359  | 0,1569        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,8629  | 0,3921        | No Rechazo | No hay relación |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Papel Prensa

El análisis para el caso del Papel Prensa muestra que la organización presentó una situación que resulta un desafío en tanto se observó, que la misma presenta una relación positiva con relación al activo total, tanto corriente como no corriente. En este hallazgo se encuentra que todo aumento en el nivel de precios muestra que el sector que pertenece a servicios ve aumentado el valor de sus disponibilidades y activos no corrientes. Una posible explicación de esta situación se puede deber al hecho de que los servicios de esta organización tienen, a diferencia de otras organizaciones analizadas como el caso de las energéticas, que la velocidad de aumento sobre los bienes comercializados es mayor, es decir *pass thought* de los precio no genera un retraso tan elevado en la actualización de los precios.

En el caso del pasivo, si bien la prueba de significancia arroja que no hay relación entre las variables el signo del coeficiente de correlación, aunque débil muestra que se incrementó el pasivo no corriente siendo esta, una señal sobre las políticas de decisión de la empresa.

En relación con las demás variables se puede observar que el nivel de significancia muestra que no es posible establecer una relación positiva o negativa sobre el período de tiempo analizado. Si bien esta situación se presentó de manera cotidiana en varias de las empresas no se ahondaron en los posibles motivos de esta situación, destacando el hecho de que las empresas ante tanta incertidumbre no dispongan de un circuito de toma de decisiones financiera que intente aminorar la volatilidad.

Por último, en relación con la empresa Loma Negra líder en la producción y comercialización de cemento en la Argentina y somos protagonistas de la industria de la construcción se observa en la Tabla 10 su comportamiento referido a una de las empresas de mayor trayectoria a nivel país.

Tabla 10: Correlación Loma Negra

|                                                   | Inflación |
|---------------------------------------------------|-----------|
| Activo Total                                      | 0,17      |
| Activo Corriente                                  | 0,17      |
| Activo No corriente                               | 0,17      |
| Pasivo Total                                      | 0,17      |
| Pasivo Corriente                                  | 0,17      |
| Pasivo No Corriente                               | 0,17      |
| Patrimonio Neto                                   | 0,17      |
| Ventas Totales                                    | 0,06      |
| Resultado bruto                                   | 0,17      |
| Beneficio Neto                                    | 0,17      |
| Capital de Trabajo                                | 0,32      |
| Liquidez                                          | 0,00      |
| Endeudamiento                                     | 0,09      |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,17      |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,16      |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,10      |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 0,26      |

*Panel B: Análisis de significancia*

| Inflación y variables                             | Valor t | Valor p-value | Resultado  | Interpretación  |
|---------------------------------------------------|---------|---------------|------------|-----------------|
| Activo Total                                      | 1,2714  | 0,2091        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo Corriente                                  | 1,2519  | 0,2161        | No Rechazo | No hay relación |
| Activo No corriente                               | 1,2886  | 0,2031        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Total                                      | 1,2578  | 0,2140        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo Corriente                                  | 1,2463  | 0,2181        | No Rechazo | No hay relación |
| Pasivo No Corriente                               | 1,2898  | 0,2027        | No Rechazo | No hay relación |
| Patrimonio Neto                                   | 1,2273  | 0,2251        | No Rechazo | No hay relación |
| Ventas Totales                                    | 0,4206  | 0,6757        | No Rechazo | No hay relación |
| Resultado bruto                                   | 1,2249  | 0,2260        | No Rechazo | No hay relación |
| Beneficio Neto                                    | 1,2753  | 0,2078        | No Rechazo | No hay relación |
| Capital de Trabajo                                | 2,4181  | 0,0191        | Rechazo    | Positiva        |
| Liquidez                                          | 0,0345  | 0,9726        | No Rechazo | No hay relación |
| Endeudamiento                                     | 0,6348  | 0,5283        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Bruta                                | 1,2210  | 0,2275        | No Rechazo | No hay relación |
| Rentabilidad Neta                                 | 1,1745  | 0,2454        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Inversiones                             | 0,7103  | 0,4806        | No Rechazo | No hay relación |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 1,9587  | 0,0554        | No Rechazo | No hay relación |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa LOMA NEGRA

En cuanto a los coeficientes de correlación que se pueden observar para el caso de la organización referente del sector de la construcción se vislumbra que la misma, presentó coeficientes de correlación con un comportamiento positivo en el activo corriente y en el pasivo que se traduce en el patrimonio neto. A pesar del signo de este coeficiente se puede afirmar que el mismo no muestra un nivel de significancia que permita establecer que dicha relación es visible a lo largo de la serie analiza. En cuanto al capital de trabajo que se relacionó directamente con la inflación el mismo muestra una contradicción de que la inflación disminuye el mismo y no lo aumenta como se esperaría en función del comportamiento del activo y el pasivo corrientes. Esta situación pone de manifiesto que si bien, para este trabajo no se analizaron diferentes hechos estilizados que pueden afectar al proceso de expansión de la empresa el aumento del nivel generalizado de precios generó un aumento en el capital de trabajo. El motivo de esta situación y que presente un resultado procíclico se puede justificar por el sector, que en su gran mayoría, resulta ser uno de los motores de la política pública cuando se desea la reactivación económica, al igual que el aumento de salarios nominales.

En el caso del endeudamiento se observa que el comportamiento, por la características explicitada anteriormente presenta un resultado positivo de correlación, es decir que un aumento en el nivel de precios eleva el endeudamiento del sector para financiar los gastos. En este punto se tiene que si bien el nivel de significancia arrojaría que no existe una relación entre las variables es posible esperar que la misma presente la posibilidad de ahondar de manera más exhaustiva en el estudio.

En este punto, si bien no es menester de la presente investigación abordar la temática podría asimilarse que esta situación del sector se hace visible en el hecho de que tanto la rentabilidad neta y bruta aumentaron ante un incremento en la inflación. El motivo de esta relación se debe a que muchas veces la construcción tiene apoyo estatal para volver a la variable contracíclica y mantener el trabajo del sector productivo, por lo que la rentabilidad se vuelve una variable de comportamiento contrario.

### **La inflación y otras variables reales**

La influencia de la inflación dentro del estudio de las variables de decisión financiera demostró que afecta considerablemente las mismas tanto a nivel de la información que disponen las organizaciones para el proceso de toma de decisiones como si se analizan las diferentes variables de la economía real. Una variable de importancia en

la economía real que afecta considerablemente la información contable es la tasa de interés. La tasa de interés tanto activa como pasiva debe analizarse en términos reales para identificar la conveniencia o no de llevar a cabo una acción financiera dentro de las organizaciones.

A nivel económico, la decisión que debe de tomarse para evitar caer en la ilusión monetaria en las decisiones financieras, es decir que el hacedor de política resulte miope al analizar la tasa de interés es el estudio de la tasa de interés real. La tasa de interés real se obtiene desde la diferencia entre la tasa de interés nominal y la tasa de inflación. En caso de que la tasa de interés nominal resulte inferior a la tasa de inflación, la tasa de interés real asumirá un resultado negativo. Mientras que si la primera resulta superior a la segunda la tasa de interés resultará positiva.

La determinación de la tasa de interés en Argentina se realiza mediante la fijación de esta por parte de la autoridad monetaria, razón que lleva a que el ajuste temporal entre la primera y la segunda no ocurra en el mismo momento y que, en ocasiones ocurran períodos de tasas de interés negativa. Las implicancias de las tasa de interés negativa se encuentran en que las mismas generan una doble señal para las decisiones financiera. Según Haksar y Koop (2020) el mayor desajuste teórico que ocurre en las economías sucede cuando la tasa de interés real se vuelve negativa, dado que se incrementan los incentivos para los ahorristas a extraer los depósitos bancarios que disponen y a mantener el dinero en efectivo. En este sentido, si se analiza la situación de la empresa podría esperarse que las mismas dispongan de un valor más alto de disponibilidades líquidas y menor de inversiones debido a que las últimas pueden haberse generado con tasas de interés negativas.

El objetivo de esta sección de resultados es indagar si existió para las empresas analizadas anteriormente indicios de que a nivel teórico ocurrieran cambios en materia de la tasa de interés del país siendo que la misma sería un efecto indirecto de las consecuencias que genera la inflación en las decisiones financieras.

A los fines de complimentar con el objetivo mencionado anteriormente en el siguiente gráfico se expuso, en base a la información diaria de la tasa nominal anual del Banco Central, junto con las transformaciones necesarias para obtener, del promedio diario el valor trimestral equivalente, el comportamiento de la tasa de interés real.



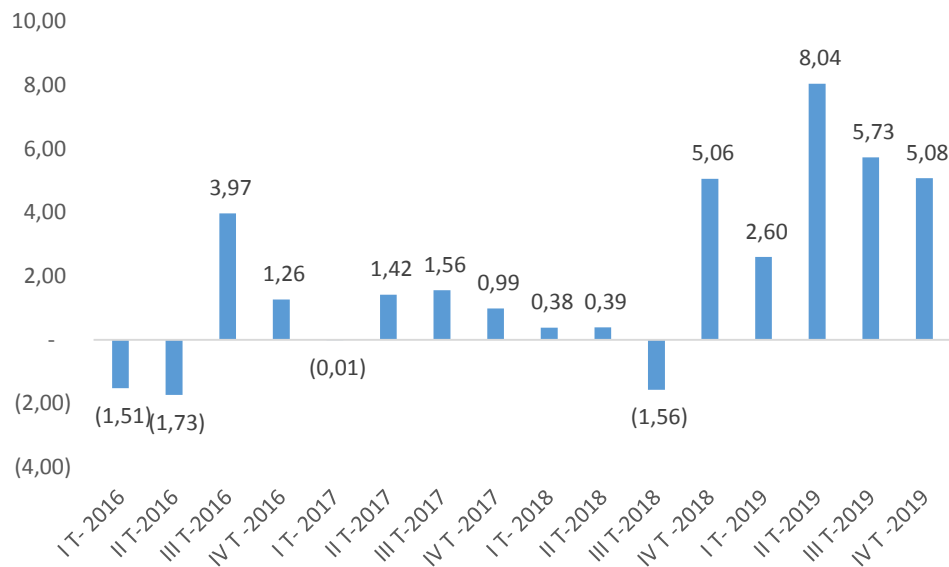
El cálculo de la tasa de interés real se realizó sobre la base de los últimos tres años de la serie por la disponibilidad de mantener la misma tasa de interés en función de la metodología expuesta por la autoridad monetaria.

El análisis que permite vislumbrar el presente gráfico denota que en términos reales las decisiones financieras si bien pudieron exponer su comportamiento en base a lo observado en los coeficientes de correlación con la inflación no existe la medición de cómo influye la tasa de interés en las mismas. Si bien se tomó como medida próxima a este análisis del endeudamiento de las empresas, la evolución de esta sería permite extraer conclusiones generales de las decisiones financieras de la empresa.

A lo largo de la serie se observa que existe una mayor cantidad de observaciones en las que la tasa de interés real resultó positiva que negativa mostrando que los esfuerzos de la autoridad monetaria en materia de rendimiento de los instrumentos financieros intentaron que superara la inflación. A la vez de que los valores de endeudamiento salvo en cuatro trimestres en particular presentaron una tasa de interés para el pago de obligaciones positivas.

A pesar de los valores positivos observados en la serie para la gran mayoría de los trimestres se puede inferir que existe un conjunto de estos que no se encuentra alejados de cero, por lo que se observa que el costo del endeudamiento para las unidades deficitarias y las empresas en estos puntos se encontraba próximo a ser nulo con los niveles de inflación. Esta situación incentivó el endeudamiento y disminuyó la inversión en las decisiones financieras.

Gráfico 23: Evolución de la tasa de interés real



Fuente: Elaboración propia en base a la Tasa de interés nominal anual diaria del Banco Central de la República Argentina.

La conclusión que es posible de extraer del análisis de la influencia de la inflación sobre esta variable real denota que no es posible estudiar de manera aislada las decisiones financieras de las empresas de una muestra, sino que debe de entenderse el trasfondo de cómo distorsiona la inflación las relaciones financieras, en particular relacionadas con la tasa de interés real. Si bien a lo largo de las empresas analizadas no se observó que necesariamente los trimestres de aumento de la tasa de interés real disminuyeron el endeudamiento, si sirve el hallazgo obtenido de sustento para justifica que la inflación no sólo aumenta el endeudamiento como una distorsión, sino por la decisión racional de conveniencia de la tasa de interés para el caso de las distintas unidades que intervienen en el circuito económico.

## **Discusión**

El estudio de las diferentes situaciones particulares para las empresas analizadas da cuenta de que, como se mencionó anteriormente la inflación se entiende tanto como un efecto en el nivel de precios que modifica tanto los mercados reales como los mercados monetarios. Los costos que implicar los procesos inflacionarios, en general fueron siempre analizados desde el punto de vista de cuáles son los cambios que se observan en las decisiones de consumo y ahorro de los sector asalariados y no asalariados, obviando que ocurren también cambios en los decisores de políticas públicas cuando se tiene en cuenta que las empresas también se ven afectadas del proceso.

El primer efecto real que se observa en el sector de las empresas es el relacionado con la formación del capital la cual hace referencia a que la inversión privada, por ejemplo de las diez empresas analizadas anteriormente da cuenta de que tiene una relación inversa entre la tasa de interés, entendida como el costo de oportunidad del capital y las decisiones de inversión. Este análisis permitirá aseverar que ante aumentos de la inflación se incrementa la tasa de interés real de los préstamos que el sector privado puede realizar al sector financiero disminuyendo la predisposición al incremento de este. Este razonamiento se observó como una política que dependiendo de la organización se asumió como un referente del proceso de toma de decisiones. En general las empresas, presentaron una disminución en las cuentas de inversión ante incrementos de la inflación, producto de un coeficiente de correlación negativa, debido a la distorsión en el costo del capital a asumir.

En cuanto a este último punto merece el comentario de que, así como la inversión dependen de la tasa de interés real de manera negativa, los incentivos al endeudamiento con terceros debieran de ubicarse en el mismo sentido. Sin embargo, se observó que, algunas empresas incrementaron el endeudamiento a la vez de que disminuyeron el capital de trabajo mostrando que se asumieron mayores compromisos que no se encuentran en relación a la necesidad productiva del capital de trabajo. El motivo que puede subyacer detrás de este comportamiento se relaciona nuevamente con la tasa de interés de los instrumentos financieros de financiación de las empresas. En particular se tiene que puede haber ocurrido que por ciertos momentos de la economía argentina la tasa de interés real de los instrumentos financiero resultase negativa por lo que, en algunos de ellos, especialmente los subsidiados por el gobierno existiera el incentivo de incrementar la deuda porque el costo del capital era menor a la inflación anual estimada.

La última situación mencionada en el párrafo anterior si bien no es de incumbencia en esta investigación si se puede ahondar en mayor medida sobre la relación entre estos instrumentos financieros y las decisiones de endeudamiento cuando se generan altos niveles de inflación y se presentan estas oportunidades de endeudamiento. En continuidad con el trabajo presentado en el presente documento se podría indagar respecto de las fuentes de financiamiento utilizadas para de esta manera observar si las mismas fueron decisiones racionales desde el punto de vista del inversor como gestor financiero de las organizaciones por conveniencia en la tasa de interés o si realmente se ausentó el análisis financiero acorde que requiere la situación de inflación.

En relación con el comportamiento de las variables en general resultaba una hipótesis implícita a comprobar durante el análisis de los hallazgos obtenidos el hecho de que a mayor liquidez menor riesgo menor rentabilidad como decisión financiera en las organizaciones. Sin embargo, se observó que, por ejemplo para el caso de BBVA se decidió disminuir la liquidez, o al menos no realizar una política para su mantención en proceso inflacionarios pero aun así la rentabilidad neta de la misma se incrementó aún en este contexto. Si bien no se reconoce mediante la utilización de indicadores no indexados el hecho de que el valor de la empresa se incremente o no, si fuera una buena realización de valuación para próximas líneas de investigación indagar el comportamiento. Concretamente se propone el estudio del procedimiento que se observó como un trade off entre el valor de la empresa y la liquidez asumida o no durante la inflación junto con el riesgo. Si bien como se mencionó para el caso del banco se debiera de respetar las normas del Comité de Basilea III y estas no se cumplimentaron se debe de encontrar una razón subyacente.

En función de la información observada sobre el comportamiento de los diferentes indicadores respecto de la inflación es preciso mencionar que si bien la influencia muestra que a medida que se incrementa el nivel de precios ocurren distorsiones respecto del proceso de toma de decisiones financieras, existen algunos factores que condicionan adicionalmente el comportamiento. En primer lugar, se observó que existe una reacción diferente para aquellas empresas que pertenecen a sectores ligados de manera directa a la influencia del Estado en el proceso de decisión.

Este último punto da lugar al repaso de cuáles son los condicionantes que se encuentran vigentes en la determinación del capital de trabajo, superado el ya analizado

que es la inflación. Entre ellos se observó, a lo largo del análisis indagando la composición de manera sencilla de la organización que el capital de trabajo y el indicador de liquides, como así también en alguna medida el de endeudamiento de;

- El sector de la economía en la que opera la organización
- Las condiciones técnicas y operativas del sector
- Las decisiones de política empresarial que tomen los pares del sector
- La duración del ciclo de efectivo de la empresa y la estimación del valor óptimo del mismo para la organización en particular.
- El costo del producto y la posibilidad que tiene la empresa, en función de su poder de negociación como así también del sector al que pertenece, para distinguir la posibilidad de mayor o menor intervención del Estado, para trasladar el aumento en los costos por la inflación a los precios. El proceso inflacionario existente en Argentina incorpora una creciente dificultad para las empresas, especialmente aquellas que se dedican a la exportación, pudiendo ocasionar que se pierdan mercados por quedar desfasados en sus costos de producción medidos en moneda internacional.
- El nivel de inflación que se observa, si bien el país ha observado procesos de inflación más elevados que otros, se podría afirmar que los consumidores, como así también los productores, como es en este caso ya operan y toman decisiones sobre sus organizaciones sobre la base de un umbral de inflación que forman las expectativas.
- Dependencia del servicio o productos que se comercializa del valor del dólar. En este punto principal se observó que aquellas empresas con mayor cercanía a ser una inversión en dólares rentable que permita a los inversores escapar de la inflación la actividad se incrementó y por ende las inversiones realizadas en estas empresas mejoraron. Un claro ejemplo de esta situación es CRESUD dedicada a la explotación agrícola. En este último punto se observa una necesidad de próximas investigaciones o de aporte teórico-práctico. Si bien no se conoce la única causa que genera inflación en Argentina, los economistas en general coinciden en que la fuerte dependencia de la economía del país al dólar y las continuas devaluaciones son presiones inflacionarias básicas que afectan a las expectativas de inflación, por lo que podría llevarse a cabo una comparación de diferentes

períodos de tiempo de la historia Argentina con la misma muestra de empresa, en caso de ser posible, de cómo reaccionaron a los cambios en los precios cuando los mismos provenían de un aumento en el tipo de cambio o bien de un aumento de otra variable económica real. el efecto de una devaluación en el caso de Argentina no tiene efectos positivos, sino más bien negativos, porque se traslada, debido a la alta dependencia de bienes importados, un aumento en el nivel de precio general, como impuesto regresivo de la economía, que afecta el bienestar general de la sociedad, con mayor implicancia en las familias de asalariados que no pueden evitar la inflación ante un salario fijo. Esta situación genera a su vez, una puja de intereses entre empresarios y sindicatos para alcanzar a mantener el poder adquisitivo que deteriora las relaciones sociales. En términos concretos las devaluaciones observadas en Argentina que tienen la intención de solucionar problemas de déficit fiscales, lo único que generan en el país es deterioro en el ámbito económico, con recesión en el producto de la misma, inestabilidad política, y deterioro social.

La fuerte relación entre la inflación y la macroeconomía permite explicar porque es de relevancia analizar esta variable económica durante los períodos de crecimiento y contracción de la economía. En el caso de las empresas también resultó un desafío y de relevancia para identificar cuáles son las principales variables que se comportan de acuerdo a lo esperado en función de las decisiones financieras de maximización del valor de la empresa, y cuáles son las decisiones que atentan ante este comportamiento.

La discusión sobre los resultados de las diferentes empresas que forman parte de sectores variados permite dar cuenta que, los impactos de la inflación no ocurren de manera homogénea sin importar el sector, sino que el mismo influye. En particular se observó que las restricciones en la fijación de precios, como en el caso de las empresas de energía generó resultados ambiguos respecto de la utilidad bruta y neta de las organización. Así también es el caso de las alteraciones de la oferta y la demanda de fondos en función de los niveles de tasa de interés reales que pueden provocar mayor o menor incentivo al endeudamiento general y reflejado en las empresas.

Por último, también se observó que existen distintas estructuras de costos frente a la inflación en función del tipo de empresa y del sector. Si bien todas comparten la

posibilidad de acudir al Mercado de Capitales para la solicitud de fondos se observó que en función de cómo se componen sus ingresos y egresos, en las empresas comerciales la actualización de precios ocurre a una velocidad quizás mayor que en el caso de las empresa de servicios. Por último, también a lo largo de la exposición de los resultados resulta de interés indagar respecto de la composición de los bienes de cambio para los distintos tipos de actividad de y especialización de su proceso de producción. Así, para las empresas donde el inventario se compone de commodities como en el caso de las empresas agrícolas o bien Ledesma la influencia de la inflación tiene un factor adicional que tener en cuenta que escapa a un análisis lineal como es el caso de empresas con bienes no commodities.

## **Conclusiones y Recomendaciones**

En la presente investigación se abordó la temática de la influencia de la inflación en las decisiones financieras de las empresas. El análisis se realizó desde la perspectiva teórica de definir qué se entiende por inflación, cuáles son sus diferentes efectos dentro de la economía y la influencia particular en una muestra. En la definición de la inflación a la cual se arribó en la presente investigación se observaron que no existen diferencias entre los estudiosos sobre los que se entiende como tal, aunque en el avance teórico se han definido diferentes variantes respecto de esta pudiendo distinguir en la actualidad entre la que se conoce como inflación núcleo e inflación general.

A pesar de las diferentes definiciones que responden a la conceptualización de la inflación existe una aplicación generalizada de que la misma se mide por medio de la evolución de una canasta básica medida en diferentes períodos del tiempo sobre la cual su valor cambia y refleja la evolución de los precios. Esta particularidad en el caso de Argentina se refleja por medio de la medición del INDEC del Índice de Precios al consumidor que se tomó como la base para la generación de la información de los análisis de correlación. Los resultados que se observaron al analizar esta variable específicamente mostraron que la misma ha sufrido modificaciones en su cálculo no sólo de base, que resultaría esperable en una economía, sino que en la metodología como así también en su publicación por lo que el empalme de las series resultó necesario.

Una vez definido el concepto que se utilizó para alcanzar el objetivo de analizar la inflación se recurrieron a la exposición sintética de las diferentes teorías que explican el origen, es decir las causas que provocan este aumento generalizado y sostenido del nivel de precios. Entre las diferentes teorías se observó que la literatura no discute el hecho de que no existe una única causa que genere la inflación en Argentina, sino que la misma resulta multicausal. En este sentido, quizás una de las teorías que mayor cercanía generó entre los estudiosos de América Latina fue la estructural sobre la que se realizaron diversos avances. En esta postura no sólo se analizaron las diferentes causas propias de la economía de esta región sino también los cambios que la aceleran.

En el estudio teórico también se analizaron, a los fines de la caracterización de la misma los diferentes avances en materia de las decisiones de política que debían de llevar a cabo el Estado y por consiguiente la influencia en las empresas, sobre las principales variables macroeconómicas. En primer lugar, se destacó el avance realizado en materia de



la Curva de Phillips y posteriormente la influencia entre la inflación y el desempleo, como medida para el crecimiento de una economía.

Una vez realizada esta influencia se adentró, a los fines de entender cuáles son las herramientas con que cuenta los diferentes gestores de las empresas para intentar aminorar los efectos nocivos de la inflación la administración financiera en este contexto. El análisis financiero es una herramienta trascendental para determinar la situación financiera de una organización, de modo que se logre una gestión financiera eficiente; para ello resulta imprescindible llevar un control adecuado del uso de los activos y de los recursos financieros que están destinados para las inversiones, por lo cual se debe realizar un análisis minucioso de cada uso dado a los fondos disponibles, se trate de recursos propios o provenientes de terceros.

Los avances en este sentido arrojaron que existen diferentes mecanismos para medir la influencia de la variable dentro de las empresas, pero que en particular las variables que mayor nivel de influencia tienen son; la liquidez, el endeudamiento, riesgo y la medición de la evolución del capital de trabajo. En la presente investigación se abordaron los conceptos de influencia de la inflación sobre la muestra seleccionada sobre la liquidez, el endeudamiento y la medición del capital de trabajo. Si bien de cada una de las empresas se observaron los comportamientos de una serie de variables adicionales, las mismas no representaron en la correlación por la necesidad de utilizarlas de manera auxiliar para explicar el porqué de los resultados obtenidos de la correlación.

Los hallazgos prácticos que se observaron dentro del análisis de correlación permiten dar cuenta de que no existe una única tendencia entre las empresas del país. Si bien por la envergadura de las mismas cada una tiene una respuesta diferente como estrategia de mercado, la selección de la muestra incluyó sectores diversos. A pesar de esta diversidad no se pudo mostrar que los mismos tengan algún tipo de comportamiento similar en materia de reacción ante variaciones en el nivel de precios. Si bien entre diferentes grupos de empresas se pudo realizar algún tipo de relación en función de su cercanía respecto del consumo de la economía. La conclusión de mayor poder que se pudo alcanzar es que las organizaciones tienen en la gestión financiera de sus realidades económicas que la inflación le genera un desafío adicional, pero que a la vez intervienen diferentes decisiones que componen el abanico de realidad de la empresa que tienen que tener en cuenta.

La importancia de esta situación la destaca Pidun y otros (2014) quienes mencionan el porqué, junto con la administración financiera es importante que las empresas de diferentes países tengan incorporada en la gestión de sus empresas la inflación. Si bien en este sentido en el país el avance en la gestión de la información financiera de los Estados Contables de las empresas se encuentra determinado de manera adecuada por las diferentes Resoluciones Técnicas es necesario que la organización de las mismas no sea solo una regla sino una herramienta para modificar el proceso de toma de decisiones con mejores y mayores resultados económicos.

En próximas líneas de investigación y en función de los hallazgos realizados a nivel teórico y práctico, sería recomendable que se complemente el análisis aquí realizado con un estudio de corte transversal en período de tiempo que resulten más cortos, quizás asociados a modificaciones en el valor del tipo de cambio. Si bien a lo largo de la investigación no se analizó una posible correlación entre dicha variable y las decisiones de la empresa, es una realidad que en la economía de Argentina existe una alta dependencia de la evolución de la inflación en el comportamiento del tipo de cambio. A lo largo de los diferentes períodos presidenciales y de mando del Banco Central se observaron diferentes tipos de decisiones referidas al régimen de tipo de cambio que se asumía para el país y en función del mismo del cuidado que se realizaba de las reservas.

En estas decisiones la fluctuación que ha tenido el tipo de cambio en forma de devaluación o de depreciación, genera que la economía del país tenga una desvalorización de la moneda nacional y se busque constantemente un resguardo en el dólar. Esta acción acelera, según diversos autores la denominada inflación núcleo provocando niveles mayores a los esperados y acelerando las expectativas inflacionarias. Si estas expectativas tienen una fuerte presión por parte de las empresas analizadas podría ser una influencia a las decisiones financieras que las mismas llevan a cabo. En este argumento, es que es posible llevar a cabo en próximas líneas de investigación un estudio respecto de si en períodos donde las expectativas de inflación fueron elevadas, quizás en marcos temporales más cortos, las decisiones de las empresas acompañaron o no dichas expectativas. En este sentido una posible aproximación a esta visión la realizan Hoffmaister y otros (2000) mediante la aplicación de modelos univariante de inflación para la determinación del comportamiento en diferentes contextos.

Otra posibilidad de adicionar al análisis de la presente investigación sería la incorporación de un modelo de estimación de las decisiones de las empresas no sólo en función del entorno que lo rodea a nivel de política económica sino también en función del comportamiento individual de los agentes. En la realidad económica actual, los agentes económicos en Argentina tienen una particular relación con los procesos inflacionarios debido a su constante aparición y las decisiones que toman de manera cotidiana tienen incluidas las expectativas como así también los valores que se observan de la serie económica del IPC. En esta línea de análisis se puede observar la continuidad de la investigación con el análisis realizado por Isoardi y Gil-Alana (2019) que realizaron técnicas de integración fraccionada basadas en datos mensuales y anuales de inflación para diferentes empresas. Los resultados muestran evidencia de integración fraccional y comportamiento de memoria larga en ambos casos, es decir que la inflación no es un fenómeno que a las empresas las afecta de una sola vez, sino que perduran en el tiempo, por el efecto de las expectativas, siendo especialmente notable en el caso de datos mensuales con shocks que tienen efectos de larga duración.

Sin embargo, en el modelo de correlación y análisis de la influencia de estas variables para el caso de la presente investigación no se analizó como se modificaron las decisiones de las empresas frente a la evolución del consumo real de los ciudadanos. Esta posibilidad agregaría valor a la investigación en la medida que se plantee un análisis de regresión donde una posible variable a incorporar sea este comportamiento.

Las empresas deben tener en cuenta y estar alertas en la manera en que administran su patrimonio de tal modo que, tanto los activos como los pasivos en contextos inflacionarios o hiperinflacionarios, puedan recibir una lectura acertada para la toma de decisiones, para sufrir las menores pérdidas posibles. Primordialmente se deben reexpresar los factores cuantitativos para evidenciar los cambios en el poder adquisitivo de la moneda local cuando se manifieste un hecho como puede ser la variación acumulada de precios de una economía en el transcurso de tres años que sobrepase el 100%.

A partir de la exposición anterior realizada sobre el análisis de los resultados para las empresas seleccionadas y en función del estudio que se realiza a nivel teórico se puede afirmar que el ajuste por inflación no sólo resulta una práctica necesaria para llevar a cabo una gestión eficiente de las decisiones económicas, sino también resulta ser un avance en las características a mantener en la información contable.

A modo de conclusión es posible afirmar que se observa sobre los resultados de las empresas que, aquellos ajenos a la actividad o actividades principales de una empresa generan pérdidas o ganancias del poder adquisitivo de un rubro, que gracias a la aplicación de la RT 6 son posibles de evidenciar en una cuenta de ajuste como lo es el R.E.C.P.A.M. Aquellos activos que están expuestos al mencionado flagelo pierden representando un perjuicio para la compañía. Los pasivos presentan una situación similar, aquellos expuestos al endeudamiento a corto plazo o largo plazo. En el caso del largo plazo, el más recomendado, el valor a devolver, en un contexto inflacionario es menor en términos del poder de compra al original, con lo cual con los pasivos expuestos mediante el endeudamiento resultaran una ganancia por inflación. El capital indexado permite que la diferencia exhiba cuanto se gana o pierde con los rubros expuestos a la inflación del ejercicio. Los activos expuestos a la inflación generan una pérdida, un R.E.C.P.A.M. negativo, con los pasivos expuestos pasa todo lo contrario, generan un R.E.C.P.A.M. de ganancia o positivo.

La aplicación del ajuste por inflación impositivo en Argentina, mientras mayor sea el nivel de inflación en el país, mayor resultará el nivel de utilidades fiscales proyectadas y, por consiguiente, mayor es el nivel de reconocimiento de activos diferidos por quebrantos de la Sociedad.

El estudio del ajuste por inflación permite dar cuenta de que sus implicancias resultan diversas, no sólo en el ámbito contable y de presentación de la información, sino también teniendo en cuenta que se afectaron las decisiones económicas de liquidez, financieras y hasta inclusive de endeudamiento.

A nivel general se puede afirmar que, las implicancias del ajuste por inflación dan cuenta de que el impacto que se observa del mismo depende no sólo del sector al que pertenece la empresa, sino también al tamaño de esta, ya que cada una de ellas presenta desafíos diferentes en materia de variables que intervienen en sus decisiones. Esta conclusión resulta una fortaleza de la investigación en tanto la misma presenta una selección de la muestra que permite analizar, aún con el tamaño de esta, como así también de sectores, pudiendo particularmente en el primero analizar dos empresas de diferente envergadura.

En vistas de posibles recomendaciones sobre el abordaje de la temática es posible mencionar que, si bien la información provista por los Estados Contables en las empresas

seleccionadas cumple las características de veracidad gracias al ajuste por inflación expuesto, el mismo genera, en algunos casos, dificultad para el desarrollo de la actividad profesional. El cálculo del R.E.C.P.A.M. requiere de actualización profesional por lo que se recomienda que la F.A.C.P.C.E. mantenga una capacitación constante respecto de esta temática para que el ejercicio profesional se amplíe no sólo para aquellos profesionales que se desempeñan en empresas con la obligación de realizar el ajuste sino para alcanzar a todas las empresas en particular.

A partir de este último punto es que se recomienda que, más allá de los avances legislativos respecto de la aplicabilidad de la norma para que los Estados Contables se encuentren reexpresados en moneda homogénea, exista un compromiso por parte de los hacedores de políticas públicas en planificar una disminución de los niveles de aceleración de los precios. El ajuste por inflación ya sea que su práctica se realice mensual o anual permite volver transparente a la información contable, sin embargo, cotidianamente los gestores de las decisiones económicas en las empresas deben enfrentarse a una distorsión del sistema de precios producto de la inflación. Acciones correctivas para las principales causas que generan inflación en Argentina sería un aliciente para la situación no sólo económica del país en términos de poder adquisitivo y para las decisiones de los empresarios, sino también para el uso de la información transparente aun existiendo el ajuste por inflación.

## Referencias bibliográficas

- Albornoz, C. (2012) “Gestión financiera de las organizaciones: algunos elementos prácticos”. Buenos Aires. Eudeba.
- Aluar aluminio argentino S.A.I.C (2021). *Estados contables de los años 2006-2019*. Disponibles en <https://cutt.ly/CE8OadG>
- Andbank. (2015). Las 4 claves de la planificación financiera: objetivos, plazos, presupuesto y control de las decisiones. Publicado el 15 de julio de 2015. Extraído del URL:<http://www.andbank.es/observatoriodelinversor/las-4-claves-de-la-planificacion-financiera-objetivos-plazos-presupuesto-y-control-de-las-decisiones/>
- Arcor S.A.I.C. (2021). *Estados contables de los años 2006-2019*. Disponibles en <https://cutt.ly/CE8OadG>
- Bach, G. L., & Stephenson, J. B. (1974). Inflation and the Redistribution of Wealth. *The Review of Economics and Statistics*, 1-13.
- Banco BBVA Argentina S.A. (2021). *Estados contables de los años 2006-2019*. Disponibles en <https://cutt.ly/CE8OadG>
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., y Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to firm growth: does firm size matter?. *Journal of Finance* 60(1), 137–177.
- Bedoya Ospina, J. G. (2017). Ciclos de crédito, liquidez global y regímenes monetarios: una aproximación para América Latina. *Revista Desarrollo y Sociedad*, (78), 271-313.
- Bellod Redondo, J. F. (2007). *La curva de Phillips y la crítica de Friedman*. Contribuciones a la economía, (2007-12).
- Berliner, R. W. (1983). Do analysts use inflation-adjusted information? Results of a survey. *Financial Analysts Journal*, 39(2), 65-72.
- Berthomieu, C; Ehrahart, C y Hernández Bielma, L. (2013). *El neoestructuralismo como renovación del paradigma estructuralista de la economía del desarrollo*. Presentación.
- Bertoletti, M. (1972). *Empresa e Inflación*. Buenos Aires. Ediciones de contabilidad moderna. 1ª edición.
- Bierman, H., Kelso, F. M., & García Mendoza, A. (1984). Administración financiera e inflación.
- Blanco, A. F. (2004). *La evolución de las ideas sobre la relación entre inflación y desempleo: el debate sobre la Curva de Phillips*. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Departamento de Economía y Finanzas.
- Bollea, M. E. (2016). *Inflación y descapitalización en las empresas* (Doctoral dissertation, Facultad de Ciencias Económicas-Universidad Nacional de Tucumán).
- Braghini, M. P. (2013) “La razonabilidad de los Estados Financieros emitidos bajo normas internacionales en un contexto inflacionario”. ERREPAR - D&G (Profesional y Empresaria). Agosto 2013 - T. XIV - pág. 881
- Branch, B. (1974). Common stock performance and inflation: an international comparison. *The Journal of Business*, 47(1), 48-52.

- Braun, M. y Llach, L. (2010). *Macroeconomía Argentina*. 2º Ed. Buenos Aires: Alfaomega.
- Brealey, R. y Myers, S. (2009). Principios de Finanzas Corporativas. Decimoprimer edición. Editorial: McGraw-Hill, México DF.
- Brealey, R.; Myers, S.; Allen, F. (2011) *Principles of corporate finance*. Estados Unidos: McGraw-Hill Irwin.
- Briones, C. T. L., & Daniel, C. (2020). Inflation in Argentina: A controversial figure. *Significance*, 17(4), 30-35.
- Buffie, E. F. (1995). Public investment, private investment, and inflation. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 19(5-7), 1223-1247.
- Calderón, K. A. (2015). *Inflación y su impacto en la lectura y análisis de estados financieros en la toma de decisiones* (Master's thesis).
- Cámara Argentina de Comercio y Servicios (2018). *Historia de la inflación en Argentina*. Unidad de Estudios y Proyectos Especiales. Disponible en: [https://www.cac.com.ar/data/documentos/10\\_Historia%20de%20la%20inflaci%C3%B3n%20en%20Argentina.pdf](https://www.cac.com.ar/data/documentos/10_Historia%20de%20la%20inflaci%C3%B3n%20en%20Argentina.pdf) (Consultado el 04/06/2021).
- Canarella, Giorgio, and Stephen M. Miller. 2017. Inflation persistence before and after targeting. A fractional integration approach. *Eastern Economic Journal* 43(1): 78–103.
- Carrasco, M. C. (1979). Los efectos de la inflación sobre el valor de la empresa y sus decisiones financieras (Doctoral dissertation, Universidad de Sevilla).
- Cavallo, A., Cruces, G., & Perez-Truglia, R. (2016). *Learning from potentially-biased statistics: Household inflation perceptions and expectations in Argentina* (No. w22103). National Bureau of Economic Research.
- Cebrián, F. J. (2006). Sensibilidad de los rendimientos sectoriales a tipos de interés reales e inflación. *investigaciones económicas*, 30(3), 577-610.
- CEPAL (1986). *Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización*. Documento de Trabajo N°18. Buenos Aires.
- Comisión Nacional de Valores (2021). *Empresas que cotizan en Bolsa*. Disponible en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb> (Consultado el 05/06/2021).
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2013). Basilea III: coeficiente de cobertura de liquidez y herramientas de seguimiento del riesgo de liquidez. Bancos de Pagos Internacionales. Recuperado de: [www.bis.org](http://www.bis.org)
- Contrera, M. (2017). *Análisis de los efectos distorsivos de la inflación en los estados contables. Caso de aplicación: Córdoba SR. Empresa Agropecuaria*. FCE Córdoba.
- Cresud S.A.C.I.F.yA. (2021). *Estados contables de los años 2006-2019*. Disponibles en <https://cutt.ly/CE8OadG>
- D'Amato, L., & Garegnani, M. (2013). ¿Cuán persistente es la inflación en Argentina?: Regímenes inflacionarios y dinámica de precios en los últimos 50 años. *Dinámica inflacionaria, persistencia y formación de precios y salarios*, 91-115.

- D'Amato, L., Garegnani, L., & Blanco, E. (2008). *Forecasting inflation in Argentina: Individual models or forecast pooling?* (No. 2008/35). Working Paper.
- Dapena, J. P. (2014). *Un enfoque económico de los efectos de la inflación en las ganancias de capital para los estados contables y el impuesto a las ganancias*. XXXIV Jornadas Nacionales de Administración Financiera.
- Dapena, J. P., & Villavicencio, P. (2013). *Una aproximación al impacto del "efecto portafolio" en los resultados de una muestra de empresas cotizantes* (No. 530). Serie Documentos de Trabajo.
- De Gregorio, J. (2012). *Macroeconomía. Teoría y Políticas*. 1° Ed. Chile: Pearson-Educación.
- De la Hoz, B., Uzcátegui, S., Borges, J., & Velazco, A. (2008). La inflación como factor distorsionante de la información financiera. *Revista Venezolana de Gerencia*, 13(44), 556-572.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics*, 8(1), 3-29.
- Dulcich, F. (2016). *Los fundamentos de la inflación en la Argentina de la postconvertibilidad: un análisis a partir de un modelo VAR estructural*. Cuadernos del CIMBAGE, n°18. Pág. 135-167. Buenos Aires.
- Durán, Y. (2012). *Administración del inventario: elemento clave para la optimización de las utilidades en las empresas*. Visión gerencial, (1), 55-78.
- FACPCE (1987). *Resolución Técnica N°8: Normas Generales de Exposición Contable*. Buenos Aires.
- Fanelli, J M., Bebczuk, F and Pradelli, J J. (2003). Determinants and consequences of financial constraints facing firms in Argentina, Research Department Publications, Inter-American Development Bank.
- Fasanando Aching, K., & Delgado Mauriola, P. C. (2021). *Administración del capital de trabajo y su incidencia en la rentabilidad de la empresa AGUJETAS STORE*, Tarapoto 2019.
- Feinstein, O. (2004). *Neoestructuralismo y paradigmas de política económica*. El trimestre económico Vol II, N° 201, México.
- Feinstein, O. N. (1984). Neoestructuralismo y paradigmas de política económica. *El Trimestre Económico*, 51(201 (1), 99-130.
- Fernández, H. (2020). *¿Qué es la inflación en la economía? Causas, consecuencias y tipos*. Disponible en: <https://economiatric.com/inflacion/> (Consultado el 04/06/2021).
- Fisher, I. (1930). *Theory of interest: as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*. Augustusm Kelly Publishers, Clifton.
- Fisher, I. (1973). A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes"; *International Labour Review*; junio. Reimpreso en *Journal of Political Economy* (1973), marzo-abril, pp. 496-502.
- Fix Scr. (2021). *Full Rating Report ALUAR*. Extraído del URL:<https://cutt.ly/QE7y23n>



- Fix Scr. (2021). *Full Rating Report ARCOR*. Extraído del URL: <https://cutt.ly/dE7t3JW>
- Fix Scr. (2021). *Full Rating Report BBVA Argentina*. Extraído del URL: <https://cutt.ly/IE7uy1B>
- Fix Scr. (2021). *Full Rating Report CRESUD*. Extraído del URL: <https://cutt.ly/eE7ySRq>
- Fix Scr. (2021). *Full Rating Report LOMA NEGRA*. Extraído del URL: <https://cutt.ly/TE7uxLS>
- Fix Scr. (2021). *Full Rating Report PAMPA ENERGÍA*. Extraído del URL: <https://cutt.ly/SE7yx8a>
- Fix Scr. (2021). *Full Rating Report PAPEL PRENSA*. Extraído del URL: <https://cutt.ly/TE7uxLS>
- Fix Scr. (2021). *Full Rating Report TELECOM*. Extraído del URL: <https://cutt.ly/TE7uxLS>
- Fix Scr. (2021). *Full Rating Report TGS*. Extraído del URL: <https://cutt.ly/TE7uxLS>
- Fowler Newton, E., (1976). *El ajuste de estados contables por inflación*. Buenos Aires, Argentina. Ed. Contabilidad Moderna.
- Frank, M. Z., Goyal, V. K., & Shen, T. (2020). The Pecking Order Theory of Capital Structure: Where Do We Stand?. Available at SSRN 3540610.
- Freire, A. G. H., Gonzaga, V. A. B., Freire, A. H. H., Rodríguez, S. R. V., & Granda, E. C. V. (2016). *Razones financieras de liquidez en la gestión empresarial para toma de decisiones*. Quipukamayoc, 24(46), 153-162.
- Frenkel, R. (1979). Decisiones de precio en alta inflación. *Desarrollo Económico*, 291-330.
- Frenkel, R. (1986). Salarios e inflación en América Latina. Resultados de investigaciones recientes en la Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica y Chile. *Desarrollo Económico*, 587-622.
- Frenkel, R., Ros, J., & Friedheim, D. (2016). *La inflación en Argentina en los años 2000*. In Workshop Central Banks in Latin America: in Search for Stability and Development.
- Friedman, M. (1963). *Inflation: causes and consequences*. Asia Publishing House. Nueva York.
- Friedman, M. (1977) Nobel lecture: Inflation and unemployment. *Journal of Political Economy*, 85(3): 451-472.
- Friedman, M. (1979). ¿Desempleo versus inflación? Una interpretación de la curva de Phillips. In Desequilibrio, inflación, desempleo (pp. 221-246). Vicens Vives.
- Friedman, Milton, (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58, (March), 1-17.
- Fushimi, J. F. (2013). Consecuencias de la no aplicación del ajuste por inflación en la situación patrimonial y los resultados de las sociedades comerciales.
- Giacobini, A., Kiezela, A., Paludi, G. (2002). *El ajuste por inflación de los estados contables en el marco del sector público*. Contaduría General de la Nación. XVII

- Congreso de Contadurías Generales. Ushuaia. Disponible en: <https://www.economia.gob.ar/hacienda/cgn/otrosdoc/ajuste.pdf> (Consultado el 04/06/2021).
- Gitman, L y Zutter, C. (2012). *Principios de Administración Financiera*. Ed Pearson Educación. Décimo segunda edición. México.
  - Gitman, L. & Chad J, Z. (2012). *Principios de Administración Financiera* (Décimo segunda Edición ed.). México: Pearson Educación.
  - Gómez, F., y Usabiaga, C. (2001): Las Estimaciones del Desempleo de Equilibrio. Una Panorámica, *Revista de Economía Aplicada*, 9 (27), pp. 103-129.
  - González, N. M. (2001). ¿Cómo impacta “esta inflación” en las finanzas empresariales y cuáles son las estrategias a desarrollar? *FACES*. Año 7, n°12. Pág. 75-83. Universidad de Mar del Plata.
  - Guardo, F. P., Arrieta, J. J. V., & Cardozo, N. H. (2018). Análisis financiero: enfoques en su evolución. *Criterio Libre*, 16(28), 75-94.
  - Herman Ruslim, M. (2019). The Effect Of Financial Ratio On Company Value With Inflation As A Moderation Variable. *Jurnal Akuntansi*, 23(1), 34-46.
  - Hoffmaister, A. W., Solano-Chacón, I., Solera-Ramírez, Á., & Vindas-Sánchez, K. (2000). Modelos univariados de la inflación.
  - Indacochea Caceda, A. (1992). La gestión financiera en inflación. *Revista Universidad EAFIT*, 28(87), 43-54.
  - INDEC (2021). *Índice de precios al consumidor (IPC)*. Informes técnicos. Vol. 5, n°86.
  - INDEC. (2016). *Informes Técnicos* Vol. 3, n° 130-139. Extraído del URL: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-5-31>
  - IPC Congreso. (2021). Serie de datos publicadas. Extraída del URL: <https://cutt.ly/GE7PEmD>
  - Isoardi, M., & Gil-Alana, L. A. (2019). Inflation in Argentina: Analysis of persistence using fractional integration. *Eastern Economic Journal*, 45(2), 204-223.
  - Kaldor, N. (1961). El crecimiento económico y el problema de la inflación. *El Trimestre Económico*, 28(109 (1), 92-121.
  - Keown, A.; Martin, J., & Petty, J. (2014). *Foundations of Finance. The Logic and Practice of Financial Management* (8th ed.) New Jersey, United States of America: Pearson Education, Inc.
  - Kerner, M. (2014). ¿Vuelve el ajuste por inflación contable? *Las paradojas de la nueva RT 39 de la FACPCE*. Disponible en: [https://archivo.consejo.org.ar/legalizaciones/files/RT\\_39-Kerner.pdf](https://archivo.consejo.org.ar/legalizaciones/files/RT_39-Kerner.pdf) (Consultado el 05/06/2021).
  - Keynes, J.M., 1936. The general theory of employment, interest and money. London: McMillan
  - Kirkulak, B., & Balsari, C. K. (2009). Value relevance of inflation-adjusted equity and income. *The International Journal of Accounting*, 44(4), 363-377.

- Lamberto, A. D. (2017). *Administración financiera en contextos inflacionarios* (Doctoral dissertation, Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas.).
- Lanche Bode, M. (2015). *Análisis de las consecuencias de la inflación en el mercado de capitales argentino*. Universidad Nacional de Rosario.
- Lee, B. (1992): "Causal relations among stock returns, interest rates, real activity, and inflation", *The Journal of Finance* 47, pp. 1591-1603.
- Levy, A., & Hennessy, C. (2007). Why does capital structure vary with economic conditions? *Journal*
- Literas, M. (1983). SARGENT, Thomas. Teoría macroeconómica. *Estudios económicos*, 2(3/4), 88-89.
- Loma Negra C.I.A.S.A. (2021). Estados contables de los años 2006-2019. Disponibles en <https://cutt.ly/CE8OadG>
- Lucas, R. E. (1973). Some International Evidence on Output - Inflation Trade-offs.; *American Economic Review*, junio, pp. 326 – 334.
- Luque, A. D. (2019). *El capital de trabajo; una herramienta para el fortalecimiento de las empresas*.
- Macario, A. (1997). Inflación, finanzas, estrategias y políticas de empresa. en *Revista Administración de Empresas*, Tomo XIV págs. 829 a 863.
- Mankiw, N. G. (2001). The Inexorable and Mysterious Trade-off between Inflation and Unemployment. *Economic Journal (conference papers)* 111 (471), pp. 456
- Marin, R (2010). *Regresión y Correlación*. Universidad Politécnica de Cartagena, Colombia. Recuperado en: [http://ocw.bib.upct.es/pluginfile.php/8695/mod\\_resource/content/1/regresion\\_y\\_correlacion.pdf](http://ocw.bib.upct.es/pluginfile.php/8695/mod_resource/content/1/regresion_y_correlacion.pdf)
- Martínez, L. B., Scherger, V., y Guercio, M. B. (2019). SMEs capital structure: trade-off or pecking order theory: a systematic review. *Journal of Small Business and Enterprise Development*.
- Martino, S. (2016). Efectos de la inflación en el análisis financiero. Análisis de un caso. En *Escritos Contables y de Administración*, vol. 7, n°1. Pág. 77 a 113.
- MECON. (2021). *Datos Económicos. Serie IPC*. Extraído del URL: <https://cutt.ly/pE7P1oh>
- Meltzer, A. H. (1984). *The Fight Against Inflation: A Comment*. In *Monetarism in the United Kingdom* (pp. 61-66). Palgrave Macmillan, London.
- Meltzer, A. H. (2004). *Origins of the great inflation*. Carnegie Mellon University and The American Enterprise Institute. Federal Reserve Bank of St. Louis October 7, 2004
- Mishkin, F. S. (2000). Inflation targeting in emerging-market countries. *American Economic Review*, 90(2), 105-109.
- Mishkin, F. S., & Schmidt-Hebbel, K. (2007). Does inflation targeting make a difference?.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

- Mondragón Hernández, S. A. (2013). *Estructura de capital del sector automotor colombiano: una aplicación de la teoría de la jerarquía de las preferencias*. Cuad. Contab. Bogotá, Colombia, Págs. 219- 243
- Muth, J. F. (1961). Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 315-335.
- Nava Rosillón, M. A. (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. *Revista venezolana de Gerencia*, 14(48), 606-628.
- Neder, A. E., & Recalde, M. L. (2007). *Trade, integration and institutional reforms in Latin America and the EU*. R. Eisen (Ed.). Lang.
- Neiburg, F. (2006). Inflation: economists and economic cultures in Brazil and Argentina. *Comparative Studies in Society and History*, 48(3), 604-633.
- Norby, W. C. (1983). Applications of inflation-adjusted accounting data. *Financial Analysts Journal*, 39(2), 33-39.
- Noyola Vázquez, J. (1956). El desarrollo económico y la inflación en México y otros países latinoamericanos. *Investigación económica*, 16(4), 603-648.
- Nugraha, N. M., Ramadhanti, A. A., & Amaliawati, L. (2021). Inflation, Leverage, and Company Size and Their Effect on Profitability. *Journal of Applied Accounting and Taxation*, 6(1), 63-70. of Monetary Economics, 54, 1545–1564. doi:http://dx.doi.org/10.1016/j.jmoneco.2006.04.005
- Ochoa, S. & Toscano, J. (2012). Revisión crítica de la literatura sobre el análisis financiero de las empresas. *Revista de Ciencias Sociales y Humanidades*, 99.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Palazzo, B.(2012). *Cash holdings, risk, and expected returns*. *Cash holding, Risk, and Expected Returns*, 104(1): 162-185.
- Pampa Energía S.A.(2021) *Estados contables de los años 2006-2019*. Disponibles en <https://cutt.ly/CE8OadG>
- Papel Prensa S.A. (2021). *Estados contables de los años 2006-2019*. Disponibles en <https://cutt.ly/CE8OadG>
- Pascale, R. (2009). *Decisiones Financieras*. Buenos Aires. Pearson Education. 6ª edición.
- Pastor Rueda, J.M. 2014. Dinámica Inflacionaria y Persistencia: Argentina 1980–2013.
- Pereira, L. C. B., & Nakano, Y. (1985). Factores aceleradores, mantenedores y sancionadores de la inflación. *El Trimestre Económico*, 52(207 (3), 773-793.
- Pérez, J. (2005). Análisis de Estados Contables. Un enfoque de gestión. Córdoba: Universidad Católica de Córdoba.
- Pérez, J. O., Bertoni, M., Sattler, S. A., & Terreno, D. D. (2015). *Bases para un modelo de estructura de financiamiento en las pyme latinoamericanas*. Cuadernos de Contabilidad, 16(40).
- Pérez, P. S. (1987). Incidencia de la inflación en los resultados de las empresas no financieras (Doctoral dissertation, Universidad de Alcalá).

- Pidun, U., Stelter, D., & van Dyken, K. (2010). Why companies should prepare for inflation. *Boston Consulting Group*.
- Piva, A. (2015). *La inflación argentina (2002-2013)*.
- Quadro, M. (2015). *Fundamentos de contabilidad I*. Córdoba: Asociación Cooperadora de la FCE de la UNC.
- Rapaport, M. (2010). *Una revisión histórica de la inflación argentina*. Aportes de Economía Política en el Bicentenario de la revolución de Mayo.
- Ricciardi, D. (s.f.). *Ajuste por inflación, su influencia en los resultados contables de empresas de energía*. Disponible en: <http://www.iae.org.ar/archivos/opinion5.pdf> (Consultado el 04/06/2021).
- Rojas, L. (2017). Situación del financiamiento a Pymes y empresas nuevas en América Latina. *Corporación de Estudios para Latinoamérica*, 70.
- Ross, Waterfield, (2015). *Essentials of Corporate Finance*, John Willey.
- Sarker, B. R., & Pan, H. (1994). Effects of inflation and the time value of money on order quantity and allowable shortage. *International Journal of Production Economics*, 34(1), 65-72.
- Serrano Battison, N. (2019). *Determinación de la estructura de financiamiento optima de la empresa REDOLFI SRL*, Trabajo Final de Grado para el título de Contador Público. Universidad Siglo 21.
- Setyawati, I., & Amelia, R. (2018). The Role of Current Ratio, Operating Cash Flow and Inflation Rate in Predicting Financial Distress: Indonesia Stock Exchange. *JDM (Jurnal Dinamika Manajemen)*, 9(2), 140-148.
- Stiglitz, J. (2002). *La Economía del Sector Público*. Barcelona, España: Antoni Bosch.
- Stiglitz, J.E. and A. Weiss. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3): 393-410.
- Svensson, L. E. (2010). Inflation targeting. In *Handbook of monetary economics* (Vol. 3, pp. 1237-1302). Elsevier.
- Taylor, J B., (1999). *An Historical Analysis of Monetary Policy Rules* (ed.), Monetary Policy Rules. Chicago: University of Chicago Press.
- Telecom Argentina S.A. (2021). *Estados contables de los años 2006-2019*. Disponibles en <https://cutt.ly/CE8OadG>
- Transportadora de Gas del Sur S.A. (2021). *Estados contables de los años 2006-2019*. Disponibles en <https://cutt.ly/CE8OadG>
- Treisman, D. (2004). Stabilization tactics in Latin America: Menem, Cardoso, and the politics of low inflation. *Comparative Politics*, 399-419.
- Uribe, J. D. (2001). Inflación y Crecimiento Económico. Borradores de Economía-Banco de la Republica de Colombia, 44-49.
- Van Horne, J y Wachowicz, J. (2010). *Fundamentos de la Administración Financiera*. Decimotercera edición. Editorial Pearson Education, México DF.
- Vives, A. (1984). *Evaluación financiera de empresas: el impacto de la devaluación y la inflación* (No. 658.1513 V837e Ej. 1). Trillas,.

- Wanga, Y., Y. Ji, X. Chen and C. Song. (2014). Inflation, operating cycle, and cash holdings. *China Journal of Accounting Research*, 7(4): 263-276.
- Weston, F. J y Brighman E F. (1987). *Essentials of Managerial Finance*, 8a. ed., New York, The Dryden Press.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.

## Anexos

Tabla 2: Variables e indicadores de la empresa TGS

*Expresado en millones de pesos argentinos*

| Conceptos /Años                                   | 2006     | 2007     | 2008   | 2009     | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     | 2016     | 2017      | 2018      | 2019      |
|---------------------------------------------------|----------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| Activo Total                                      | 5.139,20 | 5.001,60 | 5033,3 | 5619,2   | 5611,3   | 5024,1   | 5565,4   | 6.073,00 | 6.174,40 | 6.646,60 | 8.931,40 | 13.666,90 | 61.943,00 | 95.601,40 |
| Activo Corriente                                  | 711,8    | 683,1    | 829,4  | 1.468,10 | 1.471,70 | 878,8    | 1.460,20 | 1.803,10 | 1958,9   | 2.230,20 | 3.347,10 | 7.153,20  | 23.163,30 | 20.940,00 |
| Activo No corriente                               | 4.427,40 | 4.318,50 | 4203,9 | 4.151,10 | 4.139,60 | 4.145,30 | 4.105,20 | 4.269,90 | 4215,5   | 4416,4   | 5.584,30 | 6.513,70  | 38.779,70 | 74.661,40 |
| Pasivo Total                                      | 2.357,10 | 2.072,10 | 1960,6 | 2398,1   | 2318,3   | 3070,6   | 3522,7   | 4049,9   | 4306,8   | 4951,2   | 6405     | 8347,2    | 30997,6   | 47518     |
| Pasivo Corriente                                  | 378,8    | 312,7    | 358,2  | 607,8    | 574,1    | 575,3    | 828,5    | 1.347,80 | 1251,7   | 1320,7   | 1903     | 4.605,80  | 7.146,20  | 7.952,40  |
| Pasivo No Corriente                               | 1.978,30 | 1.759,40 | 1602,4 | 1.790,30 | 1.744,20 | 2.495,30 | 2.694,20 | 2.702,10 | 3.055,10 | 3.630,50 | 4.502,00 | 3.741,40  | 23.851,40 | 39.565,60 |
| Patrimonio Neto                                   | 2.782,10 | 2.929,50 | 3072,7 | 3.221,10 | 3.293,00 | 1.953,50 | 2.042,70 | 2.023,10 | 1.867,60 | 1.695,40 | 2.526,40 | 5.319,70  | 30.945,40 | 48.083,40 |
| Ventas Totales                                    | 1.309,50 | 1.257,30 | 1419,2 | 1.600,60 | 3.293,00 | 1.853,90 | 2.575,00 | 2.864,90 | 4304     | 4.226,60 | 7.402,10 | 12.246,70 | 34.062,70 | 48.561,50 |
| Resultado bruto                                   | 685,6    | 618,6    | 659,4  | 782,3    | 793,8    | 916,9    | 1.223,20 | 1.269,60 | 1738,5   | 1.466,70 | 2.966,20 | 5.723,40  | 17.874,40 | 23.454,30 |
| Beneficio Neto                                    | 358,1    | 147,5    | 175,1  | 178,4    | 102,2    | 230,7    | 239,2    | 107,5    | 105      | -172,1   | 930,6    | 2.793,30  | 11.415,80 | 12.805,10 |
| Capital de Trabajo                                | 333      | 370,4    | 471,2  | 860,3    | 897,6    | 303,5    | 631,7    | 2922,1   | 2963,8   | 3095,7   | 3681,3   | 1907,9    | 31633,5   | 66709     |
| Liquidez                                          | 1,88     | 2,18     | 2,32   | 2,42     | 2,56     | 1,53     | 1,76     | 3,17     | 3,37     | 3,34     | 2,93     | 1,41      | 5,43      | 9,39      |
| Endeudamiento                                     | 0,85     | 0,71     | 0,64   | 0,74     | 0,70     | 1,57     | 1,72     | 2,00     | 2,31     | 2,92     | 2,54     | 1,57      | 1,00      | 0,99      |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,52     | 0,49     | 0,46   | 0,49     | 0,24     | 0,49     | 0,48     | 0,44     | 0,40     | 0,35     | 0,40     | 0,47      | 0,52      | 0,48      |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,27     | 0,12     | 0,12   | 0,11     | 0,03     | 0,12     | 0,09     | 0,04     | 0,02     | -0,04    | 0,13     | 0,23      | 0,34      | 0,26      |
| Cuenta de Inversiones                             | 471,7    | 1,1      | 336,1  | 584,1    | 619,4    | 225,1    | 744,4    | 251,7    | 411,4    | 872,5    | 1555,1   | 2.652,80  | 16.644,80 | 9.765,20  |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 181,8    | 163,6    | 185,5  | 271,2    | 293,8    | 291,5    | 362,3    | 384,9    | 435,9    | 443,6    | 961,3    | 1.453,20  | 3.091,90  | 4.113,70  |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa TGS

Tabla 3: Variables e indicadores de la empresa Pampa Energía

*Expresado en miles de pesos argentinos*

| Conceptos /Años                                   | 2006    | 2007      | 2008      | 2009      | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018        | 2019        |
|---------------------------------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Activo Total                                      | 233.924 | 2.002.740 | 2.828.322 | 3.000.942 | 10.423.001 | 11.449.343 | 11.084.287 | 12.550.567 | 16.866.973 | 29.149.609 | 77.258.000 | 91.966.000 | 213.835.000 | 340.428.000 |
| Activo Corriente                                  | 72.034  | 463.813   | 840.188   | 707.194   | 2.449.404  | 2.447.810  | 2.127.142  | 3.558.075  | 4.402.993  | 9.758.168  | 23.150.000 | 36.912.000 | 57.361.000  | 81.559.000  |
| Activo No corriente                               | 161.890 | 1.538.927 | 1.988.134 | 2.293.748 | 7.973.597  | 9.001.534  | 8.957.145  | 8.992.492  | 12.463.981 | 19.391.441 | 54.108.000 | 55.054.000 | 156.474.000 | 258.869.000 |
| Pasivo Total                                      | 161.353 | 613.801   | 1.351.710 | 1.519.543 | 5.554.506  | 7.668.160  | 8.833.332  | 9.687.732  | 13.313.134 | 20.768.411 | 63.203.000 | 81.985.000 | 152.658.000 | 189.660.000 |
| Pasivo Corriente                                  | 19.459  | 449.908   | 467.045   | 513.674   | 1.839.180  | 2.783.734  | 3.208.392  | 4.614.216  | 6.376.833  | 9.592.755  | 30.063.000 | 29.958.000 | 51.112.000  | 44.606.000  |
| Pasivo No Corriente                               | 141.894 | 163.893   | 884.665   | 1.005.869 | 3.715.327  | 4.884.426  | 5.624.940  | 5.073.516  | 6.936.302  | 11.175.656 | 33.140.000 | 52.027.000 | 101.546.000 | 145.054.000 |
| Patrimonio Neto                                   | 72.571  | 1.388.940 | 1.476.612 | 1.481.400 | 3.280.951  | 2.358.768  | 2.330.315  | 2.874.822  | 3.553.839  | 8.381.000  | 14.074.000 | 20.112.000 | 67.683.000  | 144.262.000 |
| Ventas Totales                                    | 805.373 | 1.121.604 | 1.704.903 | 1.701.618 | 4.748.557  | 6.774.519  | 6.695.365  | 5.334.994  | 6.204.646  | 7.160.781  | 25.110.000 | 50.347.000 | 110.080.000 | 154.642.000 |
| Resultado bruto                                   | 86.305  | 152.949   | 257.906   | 230.882   | 878.958    | 1.191.468  | 339.594    | - 263.581  | 175.566    | 67.991     | 4.957.000  | 15.920.000 | 35.919.000  | 42.209.000  |
| Beneficio Neto                                    | 38.989  | 106.698   | 125.344   | 122.104   | - 46.561   | - 931.128  | -1.110.636 | 614.785    | 529.540    | 3.848.824  | - 324.000  | 5.576.000  | 10.808.000  | 39.307.000  |
| Capital de Trabajo                                | 52.575  | 13.905    | 373.143   | 193.520   | 610.224    | - 335.924  | -1.081.250 | 4.378.276  | 6.087.148  | 9.798.686  | 24.045.000 | 25.096.000 | 105.362.000 | 214.263.000 |
| Liquidez                                          | 3,70    | 1,03      | 1,80      | 1,38      | 1,33       | 0,88       | 0,66       | 1,95       | 1,95       | 2,02       | 1,80       | 1,84       | 3,06        | 5,80        |
| Endeudamiento                                     | 2,22    | 0,44      | 0,92      | 1,03      | 1,69       | 3,25       | 3,79       | 3,37       | 3,75       | 2,48       | 4,49       | 4,08       | 2,26        | 1,31        |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,11    | 0,14      | 0,15      | 0,14      | 0,19       | 0,18       | 0,05       | - 0,05     | 0,03       | 0,01       | 0,20       | 0,32       | 0,33        | 0,23        |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,05    | 0,10      | 0,07      | 0,07      | 0,01       | - 0,14     | - 0,17     | 0,12       | 0,09       | 0,54       | - 0,01     | 0,11       | 0,10        | 0,25        |
| Cuenta de Inversiones                             | 182.671 | 114.953   | 478.467   | 467.697   | 961.539    | 366.625    | 6.019.373  | 6.902.661  | 9.218.100  | 14.508.403 | 41.001.000 | 41.214.000 | 15.333.000  | 30.638.000  |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 42.378  | 552.813   | 579.635   | 505.833   | 651.058    | 1.101.536  | 1.687.979  | 3.098.555  | 1.909.434  | 2.698.770  | 12.867.000 | 18.052.000 | 24.756.000  | 27.189.000  |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Pampa Energía



Tabla 4: Variables e indicadores de la empresa Cresud

*Expresado en miles de pesos argentinos*

| Conceptos /Años                                   | 2006    | 2007      | 2008      | 2009      | 2010      | 2011      | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016        | 2017        | 2018        | 2019            |
|---------------------------------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|
| Activo Total                                      | 870.656 | 1.071.880 | 2.069.760 | 5.976.056 | 6.837.888 | 9.733.418 | 10.325.000 | 12.411.000 | 15.784.000 | 15.912.314 | 166.001.000 | 256.636.000 | 557.674.000 | 726.034.000     |
| Activo Corriente                                  | 513.610 | 631.740   | 1.219.259 | 3.520.388 | 4.028.078 | 5.733.783 | 1.784.000  | 3.289.000  | 4.988.000  | 5.028.549  | 45.121.000  | 83.550.000  | 159.473.000 | 507.277.000     |
| Activo No corriente                               | 357.046 | 440.140   | 850.501   | 2.455.668 | 2.809.810 | 3.999.635 | 8.541.000  | 9.122.000  | 10.796.000 | 10.883.765 | 120.880.000 | 173.086.000 | 398.201.000 | 218.757.000     |
| Pasivo Total                                      | 237.580 | 246.090   | 306.261   | 2.727.190 | 3.244.687 | 5.173.433 | 5.633.000  | 7.692.000  | 11.349.000 | 11.397.548 | 150.769.000 | 192.273.000 | 434.213.000 | 598.833.000     |
| Pasivo Corriente                                  | 164.519 | 147.494   | 147.495   | 191.523   | 536.888   | 866.700   | 2.018.000  | 2.665.000  | 4.800.000  | 5.832.973  | 45.599.000  | 51.191.000  | 88.952.000  | 128.063.000     |
| Pasivo No Corriente                               | 73.061  | 98.596    | 158.766   | 2.535.667 | 2.707.799 | 4.306.733 | 3.615.000  | 5.027.000  | 6.549.000  | 5.564.575  | 105.170.000 | 141.082.000 | 345.261.000 | 470.770.000     |
| Patrimonio Neto                                   | 633.076 | 825.790   | 1.763.499 | 3.248.866 | 3.593.201 | 4.559.985 | 4.692.000  | 4.719.000  | 4.435.000  | 4.514.766  | 15.232.000  | 60.318.000  | 123.461.000 | 127.201.000     |
| Ventas Totales                                    | 112.341 | 110.317   | 162.581   | 1.254.663 | 1.664.634 | 2.133.827 | 3.528.551  | 2.757.419  | 4.604.000  | 5.651.805  | 38.696.000  | 45.926.000  | 93.266.000  | 110.741.000     |
| Resultado bruto                                   | 8.930   | 13.852    | 23.597    | 210.720   | 581.158   | 729.629   | 1.099.000  | 1.307.000  | 1.825.000  | 2.919.287  | 11.162.000  | 14.518.000  | 33.394.000  | 37.619.000      |
| Beneficio Neto                                    | 32.883  | 49.362    | 22.948    | 124.616   | 185.406   | 212.565   | 59.000,0   | 154000     | 1.408.000  | 756.766    | 6.724.000   | 9.929.000   | 27.420.000  | -<br>40.729.000 |
| Capital de Trabajo                                | 349.091 | 484.246   | 1.071.764 | 3.328.865 | 3.491.190 | 4.867.083 | -234.000   | 6.457.000  | 5.996.000  | 5.050.792  | 5.091.851   | 121.895.000 | 309.249.000 | 90.694.000      |
| Liquidez                                          | 3,12    | 4,28      | 8,27      | 18,38     | 7,50      | 6,62      | 0,88       | 3,42       | 2,25       | 1,87       | 2,65        | 3,38        | 4,48        | 1,71            |
| Endeudamiento                                     | 0,38    | 0,30      | 0,17      | 0,84      | 0,90      | 1,13      | 1,20       | 1,63       | 2,56       | 2,52       | 9,90        | 3,19        | 3,52        | 4,71            |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,08    | 0,13      | 0,15      | 0,17      | 0,35      | 0,34      | 0,31       | 0,47       | 0,28       | 0,32       | 0,08        | 0,24        | 0,36        | 0,30            |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,29    | 0,45      | 0,14      | 0,10      | 0,11      | 0,10      | 0,02       | 0,06       | 0,03       | 0,25       | 0,02        | 0,15        | 0,29        | - 0,37          |
| Cuenta de Inversiones                             | 32.221  | 86.772    | 533.087   | 521.107   | 296.797   | 706.021   | 497.498    | 1.047.586  | 1.428.963  | 1.033.905  | 24.885.000  | 1.266.000   | 2.670.000   | 2.889.000       |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 66.422  | 122.750   | 195.600   | 536.888   | 1.059.736 | 1.316.232 | 1.095.235  | 1.527.390  | 2.639.491  | 2.476.886  | 25.026.000  | 25.741.000  | 28.027.000  | 22.599.000      |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa CRESUD

Tabla 5: Variables e indicadores de la empresa ARCOR

*Expresado en pesos argentinos*

| Conceptos /Años                                      | 2006              | 2007              | 2008              | 2009              | 2010               | 2011               | 2012               | 2013               | 2014               | 2015               | 2016               | 2017               | 2018                | 2019                   |
|------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|------------------------|
| Activo Total                                         | 3.583.67<br>6.000 | 4.050.45<br>1.000 | 4.626.94<br>8.000 | 5.237.96<br>9.000 | 6.347.845<br>.000  | 7.233.794<br>.392  | 8.861.413<br>.625  | 11.895.31<br>5.567 | 14.948.99<br>3.154 | 19.100.28<br>8.587 | 24.848.54<br>6.310 | 64.051.33<br>6.087 | 74.452.44<br>5.364  | 111.074.15<br>1.000    |
| Activo Corriente                                     | 2.335.62<br>6.791 | 2.639.84<br>2.963 | 3.015.56<br>9.406 | 3.413.79<br>6.539 | 4.137.147<br>.679  | 4.714.556<br>.779  | 5.864.398<br>.127  | 7.748.626<br>.492  | 9.473.685<br>.818  | 12.192.89<br>7.682 | 15.851.81<br>0.080 | 30.738.24<br>4.600 | 38.468.87<br>0.089  | 55.552.453<br>.000     |
| Activo No corriente                                  | 1.248.04<br>9.209 | 1.410.60<br>8.037 | 1.611.37<br>8.594 | 1.824.17<br>2.461 | 2.210.697<br>.321  | 2.519.237<br>.613  | 2.997.015<br>.498  | 4.146.689<br>.075  | 5.475.307<br>.336  | 6.907.390<br>.905  | 8.996.736<br>.230  | 33.313.09<br>1.487 | 35.983.57<br>5.275  | 55.521.698<br>.000     |
| Pasivo Total                                         | 1.080.60<br>5.000 | 1.175.08<br>6.000 | 1.497.77<br>5.000 | 1.577.92<br>8.000 | 1.967.228<br>.000  | 4.424.423<br>.801  | 5.523.474<br>.675  | 8.008.126<br>.015  | 10.490.64<br>6.977 | 13.557.02<br>3.195 | 17.860.01<br>2.839 | 42.971.85<br>4.663 | 54.011.53<br>9.120  | 81.163.695<br>.000     |
| Pasivo Corriente                                     | 303.089.<br>000   | 336.000.<br>000   | 649.916.<br>000   | 673.508.<br>000   | 553.052.0<br>00    | 2.932.287<br>.963  | 3.976.386<br>.542  | 4.817.628<br>.467  | 6.416.161<br>.595  | 9.089.450<br>.539  | 11.533.13<br>7.544 | 20.914.56<br>9.388 | 28.490.73<br>2.034  | 38.988.141<br>.000     |
| Pasivo No Corriente                                  | 777.516.<br>000   | 839.086.<br>000   | 847.859.<br>000   | 904.420.<br>000   | 1.414.176<br>.000  | 1.492.135<br>.838  | 1.547.088<br>.133  | 3.190.497<br>.548  | 4.074.485<br>.382  | 4.467.572<br>.656  | 6.326.875<br>.295  | 22.057.28<br>5.275 | 25.520.80<br>7.086  | 42.175.554<br>.000     |
| Patrimonio Neto                                      | 1.509.06<br>8.000 | 1.681.81<br>5.000 | 1.831.17<br>9.000 | 2.203.71<br>0.000 | 2.229.910<br>.000  | 28.093.70<br>5.912 | 3.337.938<br>.950  | 3.887.189<br>.552  | 4.458.346<br>.177  | 5.543.265<br>.392  | 6.988.533<br>.471  | 21.079.48<br>1.424 | 20.440.90<br>6.244  | 29.910.456<br>.000     |
| Ventas Totales                                       | 4.718.84<br>9.000 | 5.820.39<br>3.000 | 7.137.78<br>8.000 | 8.038.99<br>1.000 | 10.121.36<br>6.000 | 12.118.60<br>2.886 | 13.941.36<br>4.052 | 5.815.949<br>.022  | 8.232.856<br>.468  | 9.682.904<br>.715  | 12.596.24<br>0.407 | 22.803.00<br>6.131 | 24.580.48<br>0.648  | 134.710.18<br>3.000    |
| Resultado bruto                                      | 242.088.<br>000   | 267.284.<br>000   | 480.298.<br>000   | 615.556.<br>000   | 591.514.0<br>00    | 3.874.194<br>.091  | 4.603.689<br>.372  | 5.793.774<br>.238  | 8.273.410<br>.067  | 9.689.112<br>.113  | 12.607.35<br>1.475 | 22.871.72<br>5.093 | 24.472.35<br>1.330  | 35.310.168<br>.000     |
| Beneficio Neto                                       | 161.756.<br>000   | 197.144.<br>000   | 195.108.<br>000   | 339.676.<br>000   | 418.922.0<br>00    | 571.393.4<br>27    | 384.426.9<br>11    | 314.503.4<br>43    | 508.925.5<br>79    | 801.172.3<br>61    | 1.086.524<br>.144  | 3.089.906<br>.221  | -<br>10108870<br>23 | -<br>144.090.00<br>0   |
| Capital de Trabajo                                   | 2.032.53<br>7.791 | 2.303.84<br>2.963 | 2.365.65<br>3.406 | 2.740.28<br>8.539 | 3.584.095<br>.679  | 1.782.268<br>.816  | 1.888.011<br>.585  | 2.930.998<br>.025  | 3.057.524<br>.223  | 3.103.447<br>.143  | 4.318.672<br>.536  | 15.069.00<br>5.887 | 4.822.359<br>.453   | -<br>3.004.565.<br>725 |
| Liquidez                                             | 7,71              | 7,86              | 4,64              | 5,07              | 7,48               | 1,61               | 1,47               | 0,86               | 0,85               | 0,76               | 0,78               | 1,72               | 1,17                | 0,92                   |
| Endeudamiento                                        | 2,37              | 2,41              | 2,53              | 0,72              | 0,88               | 0,16               | 1,65               | 2,06               | 2,35               | 2,45               | 2,56               | 2,04               | 2,64                | 2,71                   |
| Rentabilidad Bruta                                   | 0,05              | 0,05              | 0,07              | 0,08              | 0,06               | 0,32               | 0,33               | 1,00               | 0,70               | 0,85               | 0,77               | 0,55               | 1,00                | 0,26                   |
| Rentabilidad Neta                                    | 0,07              | 0,03              | 0,03              | 0,04              | 0,04               | 0,05               | 0,03               | 0,05               | 0,04               | 0,05               | 0,06               | 0,05               | - 0,04              | - 0,00                 |
| Cuenta de Inversiones                                | 237.370.<br>000   | 172.320.<br>000   | 318.484.<br>000   | 703.188.<br>000   | 752.746.0<br>00    | 1.849.298<br>.693  | 2.158.205<br>.587  | 2.927.645<br>.018  | 4.238.811<br>.066  | 4.946.221<br>.011  | 6.415.308<br>.540  | 23.078.04<br>3.343 | 24.273.76<br>9.337  | 36.153.579<br>.000     |
| Cuenta de Pasivos Comerciales<br>(Cuentas por pagar) |                   |                   |                   |                   |                    | 106.400.9<br>81    | 82.819.46<br>3     | 3.296.865<br>.086  | 4.063.905<br>.096  | 5.509.859<br>.823  | 7.186.867<br>.325  | 110.574.4<br>66    | 98.206.11<br>2      | 21.014.473<br>.000     |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa ARCOR

Tabla 6: Variables e indicadores de la empresa Grupo Ledesma

*Expresado en pesos argentinos*

| Conceptos /Años       | 2006      | 2007      | 2008       | 2009       | 2010      | 2011      | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       |
|-----------------------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Activo Total          | 5.604.953 | 5.778.516 | 15.345.913 | 8.368.657  | 9.376.861 | 7.546.315 | 13.189.951 | 14.322.595 | 20.898.696 | 21.710.197 | 27.520.631 | 34.476.072 | 66.707.477 | 73.482.945 |
| Activo Corriente      | 2.661.317 | 2.891.899 | 12.355.495 | 4.782.531  | 5.145.311 | 4.100.356 | 7.202.632  | 8.157.588  | 14.648.912 | 14.937.469 | 17.481.934 | 23.785.217 | 30.382.686 | 32.947.943 |
| Activo No corriente   | 2.943.636 | 2.886.617 | 2.990.418  | 3.586.126  | 4.231.550 | 3.445.959 | 5.987.319  | 6.165.007  | 6.249.784  | 6.772.728  | 10.038.697 | 10.690.855 | 36.324.791 | 40.535.002 |
| Pasivo Total          | 1.746.723 | 2.135.460 | 2.586.391  | 7.958.959  | 3.861.031 | 3.292.205 | 10.797.412 | 8.096.052  | 11.883.835 | 16.132.858 | 21.894.907 | 29.321.348 | 60.517.910 | 57.675.992 |
| Pasivo Corriente      | 1.230.285 | 1.254.295 | 2.060.024  | 6.511.652  | 2.974.296 | 2.534.930 | 5.452.755  | 6.432.442  | 7.380.988  | 9.660.791  | 13.766.618 | 19.342.056 | 39.729.323 | 39.719.176 |
| Pasivo No Corriente   | 516.438   | 881.165   | 526.367    | 1.447.307  | 886.735   | 757.275   | 5.344.657  | 1.663.610  | 4.502.847  | 6.515.546  | 8.128.289  | 9.979.292  | 20.788.587 | 17.956.816 |
| Patrimonio Neto       | 4.196.462 | 4.282.320 | 5.263.447  | 5.231.936  | 4.964.083 | 3.820.609 | 6.304.710  | 6.226.543  | 7.976.722  | 6.572.007  | 5.625.724  | 5.154.724  | 25.938.528 | 22.094.232 |
| Ventas Totales        | 3.165.016 | 3.643.629 | 4.206.440  | 4.586.009  | 6.265.407 | 4.146.528 | 5.598.745  | 6.130.253  | 8.645.567  | 27.670.197 | 12.601.293 | 9.661.114  | 45.691.868 | 45.769.290 |
| Resultado bruto       | 1.105.899 | 1.179.618 | 1.386.362  | 2.989.984  | 2.106.906 | 1.311.082 | 2.037.271  | 2.092.335  | 3.356.475  | 3.989.816  | 4.727.984  | 6.346.348  | 15.209.811 | 16.478.173 |
| Beneficio Neto        | 189.756   | 197.983   | 201.120    | 200.399    | 408.493   | 262.251   | 969.492    | 183.677    | 312.460    | 134.835    | -39.190    | -169.908   | -3.549.268 | -2.527.874 |
| Capital de Trabajo    | 1.431.032 | 1.637.604 | 10.295.471 | -1.729.121 | 2.171.015 | 1.565.426 | 1.749.877  | 1.725.146  | 7.267.924  | 5.276.678  | 3.715.316  | 4.443.161  | 9.346.637  | 6.771.233  |
| Liquidez              | 2,16      | 2,31      | 6,00       | 0,73       | 1,73      | 1,62      | 1,32       | 1,27       | 1,98       | 1,55       | 1,27       | 1,23       | 0,76       | 0,83       |
| Endeudamiento         | 0,42      | 0,50      | 0,49       | 1,52       | 0,78      | 0,86      | 1,71       | 1,30       | 1,49       | 2,45       | 3,89       | 5,69       | 2,33       | 2,61       |
| Rentabilidad Bruta    | 0,35      | 0,32      | 0,33       | 0,36       | 0,22      | 0,17      | 0,36       | 0,34       | 0,24       | 0,12       | 0,32       | 0,49       | 0,33       | 0,36       |
| Rentabilidad Neta     | 0,06      | 0,05      | 0,05       | 0,04       | 0,07      | 0,06      | 0,17       | 0,03       | 0,04       | 0,00       | - 0,00     | - 0,02     | - 0,08     | - 0,06     |
| Cuenta de Inversiones | 647.093   | 785.030   | 665.126    | 817.398    | 937.820   | 613.524   | 458.237    | 970.450    | 222.380    | 202.503    | 274.227    | 248.546    | 138.856    | 106.839    |
| Cuentas por pagar     | 331.539   | 297.913   | 479.172    | 619.774    | 817.321   | 681.661   | 965.285    | 1.227.946  | 1.486.883  | 1.957.008  | 4.500.562  | 5.025.811  | 14.875.025 | 15.483.538 |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa Grupo Ledesma

Tabla 7: Variables e indicadores de la empresa ALUAR

*Expresado en miles pesos argentinos*

| Conceptos /Años                                   | 2006     | 2007     | 2008     | 2009     | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015      | 2016   | 2017     | 2018     | 2019      |
|---------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|--------|----------|----------|-----------|
| Activo Total                                      | 3.746,90 | 5.468,60 | 6.664,50 | 7.339,30 | 7.339,30 | 7.770,09 | 8.078,57 | 8.214,12 | 9.384,40 | 11.003,80 | 13.692 | 14.281,0 | 22.487,4 | 61.734,28 |
| Activo Corriente                                  | 1.416,00 | 1.701,50 | 2.109,90 | 2.294,60 | 2.203,60 | 2.910,63 | 3.191,03 | 3.314,95 | 4.537,60 | 6.200,50  | 9.083  | 9.684,9  | 15.551,1 | 32.488,84 |
| Activo No corriente                               | 2.330,90 | 3.767,10 | 4.554,60 | 5.044,70 | 5.135,70 | 4.859,46 | 4.887,54 | 4.899,17 | 4.846,80 | 4.803,30  | 4.609  | 4.596,1  | 6.936,3  | 29.245,44 |
| Pasivo Total                                      | 1.266,10 | 2.644,80 | 3.332,20 | 4.155,30 | 2.403,20 | 2.602,12 | 2.778,34 | 2.755,02 | 3.265,80 | 3.646,20  | 5.221  | 4.625,3  | 14.143,6 | 34.171,22 |
| Pasivo Corriente                                  | 940,50   | 970,10   | 1.242,60 | 1.812,30 | 985,00   | 1.310,13 | 1.640,90 | 1.592,46 | 2.201,20 | 2.632,10  | 4.209  | 3.592,1  | 13.140,2 | 18.520,88 |
| Pasivo No Corriente                               | 325,60   | 1.674,70 | 2.089,60 | 2.343,00 | 1.418,20 | 1.291,99 | 1.137,44 | 1.162,56 | 1.064,60 | 1.014,10  | 8.471  | 1.033,2  | 1.003,4  | 15.650,35 |
| Patrimonio Neto                                   | 2.243,30 | 2.578,80 | 3.097,60 | 2.935,50 | 4.602,60 | 5.167,97 | 5.300,24 | 5.459,10 | 6.118,60 | 7.357,50  | 8.471  | 9.655,6  | 8.343,8  | 27.563,06 |
| Ventas Totales                                    | 1.214,09 | 2.642,20 | 3.050,90 | 3.310,60 | 3.889,00 | 4.661,20 | 4.879,89 | 5.874,78 | 7.620,00 | 9.483,60  | 11.157 | 14.604,7 | 24.048,5 | 50.124,86 |
| Resultado bruto                                   | 490,61   | 1.067,70 | 1.018,20 | 723,20   | 990,40   | 1.181,80 | 1.161,43 | 173,21   | 1.948,10 | 3.012,40  | 3.118  | 4.164,4  | 8.262,4  | 11.480,65 |
| Beneficio Neto                                    | 276,80   | 602,40   | 557,10   | -136,50  | 469,60   | 761,00   | 367,77   | 271,04   | 698,20   | 1.276,90  | 1.295  | 1.940,6  | 4.107,1  | 6.318,84  |
| Capital de Trabajo                                | 475,50   | 731,40   | 867,30   | 482,30   | 1.218,60 | 1.600,49 | 1.550,14 | 1.722,48 | 2.336,40 | 3.568,40  | 4.874  | 6.093    | 2.411    | 13.968    |
| Liquidez                                          | 1,51     | 1,75     | 1,70     | 1,27     | 2,24     | 2,22     | 1,94     | 3,08     | 2,20     | 1,82      | 1,09   | 1,28     | 0,53     | 1,58      |
| Endeudamiento                                     | 0,56     | 1,03     | 1,08     | 1,42     | 0,52     | 0,50     | 0,52     | 0,50     | 0,53     | 0,50      | 0,62   | 0,48     | 1,70     | 1,24      |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,40     | 0,40     | 0,33     | 0,22     | 0,25     | 0,25     | 0,24     | 0,03     | 0,26     | 0,32      | 0,28   | 0,29     | 0,34     | 0,23      |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,23     | 0,23     | 0,18     | -0,04    | 0,12     | 0,16     | 0,08     | 0,05     | 0,09     | 0,13      | 0,12   | 0,13     | 0,17     | 0,13      |
| Cuenta de Inversiones                             | 1.946,40 | 3.284,00 | 4.067,80 | 4.327,60 | 4.260,70 | 4.313,26 | 4.255,69 | 4.235,44 | 3.959,50 | 3.693,60  | 3.612  | 3.483,33 | 5.294,13 | 24.808    |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 162,30   | 308,20   | 282,60   | 469,30   | 304,40   | 550,70   | 14,83    | 5,43     | 728,60   | 505,00    | 952    | 841,70   | 2.495,42 | 3.771,2   |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa ALUAR

Tabla 8: Variables e indicadores de la empresa BBVA

*Expresado en miles pesos argentinos*

| Conceptos /Años                                   | 2006       | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011            | 2012       | 2013       | 2014       | 2015        | 2016        | 2017            | 2018             | 2019             |
|---------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-----------------|------------------|------------------|
| Activo Total                                      | 16.680.322 | 19.500.893 | 23.183.594 | 22.862.692 | 29.398.259 | 38.981.007      | 43.784.098 | 57.005.111 | 73.284.360 | 109.365.973 | 149.073.371 | 221.165.617     | 354.614.203      | 440.233.026      |
| Activo Corriente                                  | 14.137.091 | 17037311   | 19119071   | 19.878.236 | 26.617.925 | 34.777.034      | 40.145.217 | 51.216.933 | 64.509.479 | 97.243.994  | 136.604.458 | 194.851.039     | 288.035.907      | 358.730.917      |
| Activo No corriente                               | 2.543.231  | 2.463.582  | 4.064.523  | 2.984.456  | 2.780.334  | 4.203.973       | 3.638.881  | 5.788.178  | 8.774.881  | 12.121.979  | 12.468.913  | 26.314.578      | 66.578.296       | 81.502.109       |
| Pasivo Total                                      | 14.725.738 | 17.444.056 | 21.107.570 | 20.237.860 | 25.651.344 | 1.120.901       | 38.652.162 | 49.848.931 | 62.952.484 | 95.649.610  | 132.613.336 | 195.109.069     | 316.032.426      | 374.915.899      |
| Pasivo Corriente                                  | 12.648.890 | 15.072.221 | 17.260.917 | 18.065.374 | 22.523.153 | 29.255.768      | 34.171.042 | 43.774.774 | 51.435.651 | 76.792.463  | 114.652.105 | 153.962.733     | 259.509.061      | 293.988.047      |
| Pasivo No Corriente                               | 2.076.848  | 2.371.835  | 3.846.653  | 2.172.486  | 3.128.191  | -<br>28.134.867 | 4.481.120  | 6.074.157  | 11.516.833 | 18.857.147  | 17.961.231  | 41.146.336      | 56.523.365       | 80.927.852       |
| Patrimonio Neto                                   | 1.954.584  | 2.180.189  | 2.076.024  | 2.624.832  | 3.746.915  | 3.868.257       | 5.131.936  | 7.156.180  | 10.331.876 | 13.716.363  | 16.460.035  | 26.056.548      | 38.581.777       | 65.317.127       |
| Ventas Totales                                    | 2.036.676  | 1.511.284  | 1.456.255  | 3.031.247  | 3.562.681  | 3.893.509       | 5.813.515  | 11.103.858 | 17.174.250 | 21.828.838  | 29.817.732  | 34.022.199      | 59.880.904       | 112.446.140      |
| Resultado bruto                                   | 576.468    | 571.222    | 283.713    | 744.384    | 1.413.867  | 1.472.815       | 2.042.732  | 2.905.575  | 4.363.372  | 5.329.948   | 5.526.491   | 5.628.998       | 12.952.034       | 35.176.407       |
| Beneficio Neto                                    | 180.037    | 235.049    | 321.510    | 457.213    | 1.198.179  | 1.005.577       | 1.263.679  | 2.024.244  | 3.204.496  | 3.784.487   | 3.643.672   | 3.878.265       | 9.705.176        | 31.351.416       |
| Capital de Trabajo                                | 1.488.201  | 1.965.090  | 1.858.154  | 1.812.862  | 4.094.772  | 5.521.266       | 5.974.175  | 7.442.159  | 13.073.828 | 20.451.531  | 21.952.353  | -<br>87.384.437 | -<br>233.194.483 | -<br>227.409.751 |
| Liquidez                                          | 1,12       | 1,13       | 1,11       | 1,10       | 1,18       | 1,19            | 1,17       | 0,13       | 0,17       | 0,16        | 0,11        | 0,17            | 0,10             | 0,23             |
| Endeudamiento                                     | 7,53       | 8,00       | 10,17      | 7,71       | 6,85       | 0,29            | 7,53       | 6,97       | 6,09       | 6,97        | 8,06        | 7,49            | 8,19             | 5,74             |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,28       | 0,38       | 0,19       | 0,25       | 0,40       | 0,38            | 0,35       | 0,26       | 0,17       | 0,20        | 0,18        | 0,16            | 0,22             | 0,31             |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,09       | 0,16       | 0,22       | 0,15       | 0,34       | 0,26            | 0,22       | 0,18       | 0,12       | 0,15        | 0,13        | 0,11            | 0,16             | 0,28             |
| Cuenta de Inversiones                             | 392.088    | 411.979    | 428.305    | 498.731    | 311.089    | 137.222         | 328.265    | 460.099    | 692.018    | 871.334     | 1.334.548   | 1.685.332       | 129.538          | 2.055.863        |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 12.419.328 | 7.354.180  | 7.497.724  | 16.669.298 | 9.333.132  | 12.334.070      | 32.029.647 | 40.948.509 | 50.340.332 | 73.581.244  | 111.763.305 | 152.733.595     | 257.670.178      | 290.871.492      |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa BBVA

Tabla 9: Variables e indicadores de la empresa TELECOM

*Expresado en millones pesos argentinos*

| Conceptos /Años                                   | 2006    | 2007    | 2008   | 2009  | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014    | 2015    | 2016   | 2017    | 2018    | 2019    |
|---------------------------------------------------|---------|---------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| Activo Total                                      | 8.720   | 9.171   | 7.093  | 7.697 | 12.323 | 15.319 | 17.809 | 23.130 | 26.317  | 38.465  | 47.914 | 94.070  | 371.738 | 774.736 |
| Activo Corriente                                  | 1.767   | 2.384   | 1.141  | 1.387 | 4.384  | 5.450  | 6.986  | 9.751  | 6.393   | 11.492  | 15.562 | 10.626  | 33.487  | 65.439  |
| Activo No corriente                               | 6.953   | 6.787   | 5.952  | 6.310 | 7.939  | 9.869  | 10.823 | 13.379 | 19.924  | 26.973  | 32.352 | 83.444  | 338.251 | 709.297 |
| Pasivo Total                                      | 6.519   | 6.062   | 3.073  | 2.261 | 5.812  | 7.154  | 7.651  | 11.079 | 11.548  | 20.855  | 28.036 | 39.042  | 142.825 | 358.745 |
| Pasivo Corriente                                  | 3.373   | 3.643   | 2.391  | 1.354 | 4.861  | 5.983  | 5.519  | 9.050  | 9.097   | 16.914  | 16.511 | 18.621  | 53.445  | 118.361 |
| Pasivo No Corriente                               | 3.146   | 2.419   | 682    | 727   | 951    | 1.171  | 2.132  | 2.029  | 2.451   | 3.941   | 11.525 | 20.421  | 89.380  | 240.384 |
| Patrimonio Neto                                   | 2.129   | 3.030   | 4.020  | 5.436 | 6.511  | 8.165  | 10.158 | 12.051 | 14.769  | 17.610  | 19.878 | 55.028  | 228.913 | 415.991 |
| Ventas Totales                                    | 7.372   | 9.074   | 4.226  | 4.816 | 14.627 | 18.498 | 22.117 | 27.287 | 33.341  | 40.496  | 53.240 | 66.649  | 168.046 | 302.191 |
| Resultado bruto                                   | 2.888   | 4.111   | 1.871  | 2.318 | 4.867  | 5.993  | 6.570  | 7.564  | 8.702   | 10.866  | 14.424 | 24.113  | 56.368  | 111.443 |
| Beneficio Neto                                    | 244     | 884     | 961    | 1.405 | 1.949  | 2.542  | 2.732  | 3.254  | 3.729   | 3.435   | 4.005  | 9.859   | 5.536   | 11.089  |
| Capital de Trabajo                                | - 1.606 | - 1.259 | - .250 | 33    | - 477  | - 533  | 1.467  | 701    | - 2.704 | - 5.422 | - 949  | 319.630 | 29.999  | 219.890 |
| Liquidez                                          | 0,52    | 0,65    | 0,48   | 1,02  | 0,90   | 0,91   | 1,27   | 1,48   | 2,19    | 1,59    | 1,96   | 18,17   | 1,56    | 2,86    |
| Endeudamiento                                     | 4,10    | 3,03    | 1,76   | 1,42  | 1,89   | 1,88   | 1,75   | 1,92   | 1,78    | 2,18    | 2,41   | 6,76    | 0,41    | 0,89    |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,39    | 0,45    | 0,44   | 0,48  | 0,33   | 0,32   | 0,30   | 0,28   | 0,23    | 0,21    | 0,20   | 0,22    | 0,34    | 0,37    |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,19    | 0,10    | 0,23   | 0,29  | 0,13   | 0,14   | 0,12   | 0,12   | 0,10    | 0,09    | 0,06   | 0,06    | 0,03    | 0,04    |
| Cuenta de Inversiones                             | 631     | 947     | 552    | 552   | 2.493  | 3.192  | 3.257  | 123    | 53      | 1.430   | 1.751  | 162     | 1.371   | 583     |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 1.481   | 1.640   | 813    | 931   | 857    | 0      | 20     | 6.130  | 6.072   | 9.873   | 8.979  | 5.737   | 22.854  | 45.413  |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa TELECOM

Tabla 10: Variables e indicadores de la empresa PAPEL PRENSA

*Expresado en pesos argentinos*

| Conceptos | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|

| /Años                                             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |               |             |             |               |               |
|---------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| Activo Total                                      | 345.569.591 | 406.552.460 | 423.672.962 | 421.708.046 | 433.153.084 | 463.081.723 | 464.673.837 | 484.004.400 | 515.849.073 | 576.189.409   | 676.697.540 | 825.042.971 | 3.629.490.858 | 3.745.007.211 |
| Activo Corriente                                  | 129.940.955 | 152.871.712 | 163.431.755 | 146.034.433 | 151.073.143 | 190.079.983 | 171.262.225 | 167.494.401 | 176.982.271 | 214.491.960   | 408.016.641 | 483.173.001 | 1.526.860.453 | 1.438.324.637 |
| Activo No corriente                               | 215.628.636 | 253.680.748 | 260.241.207 | 275.673.613 | 282.079.941 | 273.001.740 | 293.411.612 | 316.509.999 | 338.866.802 | 361.697.449   | 268.680.899 | 341.869.970 | 2.102.630.405 | 2.306.682.574 |
| Pasivo Total                                      | 57.688.865  | 67.869.253  | 82.901.633  | 73.356.582  | 88.811.277  | 100.200.347 | 99.151.520  | 119.537.239 | 151.216.808 | 197.033.129   | 329.832.036 | 508.236.671 | 2.163.784.536 | 2.163.784.536 |
| Pasivo Corriente                                  | 57.688.865  | 67.869.253  | 82.901.633  | 73.356.582  | 88.811.277  | 79.460.693  | 83.341.900  | 106.161.891 | 138.616.002 | 185.839.965   | 329.832.036 | 508.236.671 | 1.143.113.578 | 1.526.301.319 |
| Pasivo No Corriente                               | -           | -           | -           | -           | -           | 20.739.654  | 15.809.620  | 13.375.348  | 12.600.806  | 11.193.164    | 0           | 0           | 908.993.566   | 637.483.217   |
| Patrimonio Neto                                   | 287.880.726 | 338.683.207 | 340.771.329 | 344.341.807 | 348.351.464 | 362.881.376 | 365.522.317 | 364.467.161 | 364.632.265 | 379.156.280   | 346.865.504 | 316.806.300 | 1.577.383.714 | 1.581.222.675 |
| Ventas Totales                                    | 217.478.959 | 255.857.599 | 303.036.089 | 246.466.220 | 265.080.672 | 511.621.670 | 452.903.653 | 544.210.622 | 766.994.522 | 1.024.143.933 | 770.675.546 | 990.895.941 | 4.217.210.880 | 3.881.726.071 |
| Resultado bruto                                   | 27.174.010  | 31.969.424  | 38.783.718  | 41.263.803  | 25.231.539  | 94.494.219  | 54.256.311  | 86.476.113  | 92.723.829  | 147.621.775   | 79.220.358  | 82.163.525  | 629.181.695   | 465.023.688   |
| Beneficio Neto                                    | 2.954.048   | 3.475.351   | 2.088.122   | 4.026.462   | -4.009.657  | 33.576.845  | 2.640.941   | -1.055.156  | 165.104     | 14.524.015    | -27.253.101 | 30.059.204  | 98.928.142    | 3.838.961     |
| Capital de Trabajo                                | 72.252.090  | 85.002.459  | 80.530.122  | 72.677.851  | 62.261.866  | 110.619.290 | 87.920.325  | 154.119.053 | 164.381.465 | 28.651.995    | 78.184.605  | -25.063.670 | 383.746.875   | - 87.976.682  |
| Liquidez                                          | 2,25        | 2,25        | 1,97        | 1,99        | 1,70        | 2,39        | 2,05        | 12,52       | 14,05       | 1,15          | 0,81        | 0,67        | 1,34          | 0,94          |
| Endeudamiento                                     | 1,20        | 1,20        | 1,24        | 1,22        | 1,24        | 1,28        | 1,27        | 1,33        | 1,41        | 1,52          | 1,95        | 2,60        | 2,30          | 2,37          |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,12        | 0,12        | 0,13        | 0,17        | 0,10        | 0,18        | 0,12        | 0,16        | 0,12        | 0,14          | 0,10        | 0,08        | 0,15          | 0,12          |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,01        | 0,01        | 0,01        | 0,02        | -0,02       | 0,07        | 0,01        | 0,00        | 0,00        | 0,01          | -0,04       | -0,03       | 0,02          | 0,00          |
| Cuenta de Inversiones                             | 22.836.398  | 26.866.351  | 34.010.341  | 28.410.326  | 28.691.248  | 241.584.825 | 237.693.818 | 235.012.977 | 234.041.383 | 229.667.293   | 1.186.715   | 1.376.903   | 1.432.003.702 | 1.570.522.149 |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 17.531.216  | 20.624.960  | 24.549.011  | 23.914.338  | 34.412.037  | 61.032.133  | 64.847.292  | 81.924.171  | 111.771.719 | 151.426.954   | 277.332.378 | 402.275.254 | 1.033.175.357 | 1.229.437.688 |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa PAPEL PRENSA

Tabla 11: Variables e indicadores de la empresa LOMA NEGRA

*Expresado en pesos argentinos*

| Conceptos /Años | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|

|                                                   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                |                |
|---------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo Total                                      | 1.204.473.974 | 1.635.076.674 | 1.842.498.382 | 2.676.898.009 | 2.537.340.776 | 3.142.345.088 | 3.573.341.433 | 4.147.954.785 | 4.718.800.000 | 5.589.200.000 | 8.962.000.000 | 12.972.300.000 | 13.668.340.097 | 68.020.835.000 |
| Activo Corriente                                  | 195.400.223   | 265.256.331   | 356.963.897   | 1.055.924.064 | 886.178.172   | 939.048.199   | 1.121.517.293 | 1.301.863.567 | 1.545.500.000 | 2.120.000.000 | 3.500.600.000 | 6.518.600.000  | 6.438.452.180  | 11.106.785.000 |
| Activo No corriente                               | 1.009.073.750 | 1.369.820.343 | 1.485.534.485 | 1.620.973.945 | 1.651.162.604 | 2.203.296.889 | 2.451.824.140 | 2.846.091.219 | 3.173.300.000 | 3.469.200.000 | 5.461.400.000 | 6.453.700.000  | 7.229.887.917  | 56.914.050.000 |
| Pasivo Total                                      | 677.870.270   | 920.210.723   | 1.070.963.479 | 1.813.150.187 | 1.785.678.537 | 2.147.308.535 | 2.720.166.579 | 3.157.584.628 | 3.672.200.000 | 4.091.400.000 | 7.831.500.000 | 8.556.500.000  | 8.620.131.845  | 32.156.481.000 |
| Pasivo Corriente                                  | 237.984.095   | 323.064.052   | 457.080.281   | 691.556.459   | 621.234.995   | 952.192.214   | 1.348.087.206 | 1.564.867.193 | 2.134.300.000 | 2.872.400.000 | 6.029.600.000 | 5.474.400.000  | 5.510.367.481  | 19.178.215.000 |
| Pasivo No Corriente                               | 439.886.175   | 597.146.671   | 613.883.198   | 1.121.593.728 | 1.164.443.542 | 1.195.116.321 | 1.372.079.373 | 1.592.717.435 | 1.537.900.000 | 1.219.000.000 | 1.801.900.000 | 3.082.100.000  | 3.109.764.364  | 12.978.266.000 |
| Patrimonio Neto                                   | 526.603.704   | 714.865.951   | 750.055.492   | 838.487.655   | 733.447.728   | 995.036.553   | 853.174.854   | 990.370.158   | 1.046.700.000 | 1.497.800.000 | 740.400.000   | 3.822.600.000  | 5.048.208.252  | 35.864.354.000 |
| Ventas Totales                                    | 272.746.618   | 344.575.317   | 851.104.685   | 506.439.902   | 1.666.301.597 | 2.190.128.974 | 2.461.985.514 | 2.857.886.599 | 5.841.973.239 | 7.837.767.309 | 9.702.984.510 | 15.286.500.000 | 4.533.831.457  | 33.011.946.000 |
| Resultado bruto                                   | 108.867.218   | 120.115.547   | 289.699.351   | 167.429.411   | 495.715.110   | 606.190.843   | 618.013.305   | 717.393.312   | 1.678.864.757 | 2.388.006.978 | 2.858.555.404 | 4.436.500.000  | 1.300.822.244  | 8.771.349.000  |
| Beneficio Neto                                    | 47.906.169    | 47.812.074    | 104.065.708   | 52.193.274    | 119.962.887   | 333.845.269   | 139.273.796   | 161.669.804   | 239.931.036   | 341.299.466   | 451.173.013   | 1.700.400.000  | 548.843.792    | 3.807.974.000  |
| Capital de Trabajo                                | -42.583.872   | -57.807.721   | 100.116.384   | 364.367.605   | 264.943.177   | -13.144.015   | 226.569.913   | 263.003.626   | 588.800.000   | 752.400.000   | 2.529.000.000 | 1.044.200.000  | 943.332.519    | 11.948.327.083 |
| Liquidez                                          | 0,82          | 0,82          | 0,78          | 1,53          | 1,43          | 0,99          | 0,83          | 1,82          | 1,49          | 1,21          | 0,91          | 1,18           | 1,31           | 2,97           |
| Endeudamiento                                     | 2,29          | 2,29          | 2,46          | 3,19          | 3,46          | 3,16          | 4,19          | 4,19          | 4,51          | 3,73          | 12,10         | 3,39           | 2,71           | 1,90           |
| Rentabilidad Bruta                                | 0,40          | 0,35          | 0,34          | 0,33          | 0,30          | 0,28          | 0,25          | 0,25          | 0,29          | 0,21          | 0,25          | 0,19           | 0,98           | 0,27           |
| Rentabilidad Neta                                 | 0,18          | 0,14          | 0,12          | 0,10          | 0,07          | 0,15          | 0,06          | 0,06          | 0,04          | 0,04          | 0,05          | 0,11           | 0,12           | 0,12           |
| Cuenta de Inversiones                             | 133.988.975   | 181.890.395   | 35.764.126    | 35.764.126    | 35.764.126    | 35.764.126    | 35.764.126    | 41.515.198    | 330.062       | 330.062       | 330.062       | 330.062        | 330.062        | 5.408.779      |
| Cuenta de Pasivos Comerciales (Cuentas por pagar) | 4.366.869     | 5.928.037     | 8.566.938     | 10.585.411    | 9.382.283     | 389.184.138   | 376.934.326   | 437.547.481   | 306.924.955   | 302.769.398   | 2.226.100.262 | 2.361.541.364  | 2.134.134.928  | 10.681.366     |

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de la empresa LOMA NEGRA

Tabla 12: Inflación y su variación interanual

| Años | Valor | Variación |
|------|-------|-----------|
|------|-------|-----------|



|      |        |      |
|------|--------|------|
| 2006 | 9,8%   |      |
| 2007 | 8,50%  | -13% |
| 2008 | 23%    | 171% |
| 2009 | 14,80% | -36% |
| 2010 | 25,70% | 74%  |
| 2011 | 22,50% | -12% |
| 2012 | 22,20% | -1%  |
| 2013 | 27,90% | 26%  |
| 2014 | 38,50% | 38%  |
| 2015 | 27,80% | -28% |
| 2016 | 40,70% | 46%  |
| 2017 | 25,28% | -38% |
| 2018 | 47,35% | 87%  |
| 2019 | 52,16% | 10%  |

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y el IPC Congreso