

El impacto de la inflación en las decisiones financieras **Tapia, Gustavo N.**

1. Introducción. 2. Inflación en los flujos de fondos. 3. Inflación en las tasas de descuento. 4. Distinguiendo situaciones. 5. Caso proyecto de inversión. 6. Consideraciones finales. 7. Fuentes consultadas.

1. Introducción

Usualmente se analizan los efectos de la inflación bajo las órbitas económicas, sociales y políticas. Así es que en materia económica está directamente vinculada con el nivel de estabilidad, y asociada con el crecimiento y el grado de desarrollo. Desde un punto de vista político, la inflación pone en marcha una serie de instrumentos como la posibilidad de indexación o la validez de convenios, en los que los agentes inexorablemente deben contar con cierto poder relativo para imponer sus intereses particulares resultando de esta puja ganadores y perdedores. En materia social, la inflación incide de manera disímil en la población según la cantidad de riqueza que se posee y la posibilidad de elección de los cursos de acción posibles como alternativa.

Para el estudio del impacto de la inflación en el campo financiero, la implicancia económica es la principal, pero sin desmerecer las consecuencias emanadas de la política y las decisiones emergentes del impacto social que la inflación produce, sobre todo en los aspectos comerciales referidos a negociación de precios y sobre consumo de bienes y servicios ofertados.

Se define la inflación como el aumento continuo, generalizado y sostenido de los precios de los bienes, servicios y factores productivos de una economía a lo largo del tiempo. La consecuencia inmediata emergente de ese aumento es la disminución del poder adquisitivo del dinero. Para medir el efecto inflacionario, se recurre a técnicas estadísticas de índices que calculan las variaciones en los precios, habiendo tablas de índices de mayor o menor generalización o especificidad.

Un factor que repercute en las decisiones financieras es el grado de previsión o de sorpresa de los acontecimientos, los que pueden modificar las expectativas, los objetivos y metas y las estrategias de los negocios. El efecto de decisiones tomadas en el pasado por nosotros o por otros agentes (Estado, proveedores, clientes, consumidores, entidades financieras, etc.), también pueden contener arrastres que continúen manifestándose en el futuro.

Tendremos así, un tipo de inflación que se estima con anticipación y se incorpora a las expectativas de los agentes económicos, como también otro tipo de inflación no anticipada pero que igualmente afecta los resultados y las decisiones futuras.

La inflación afecta en mayor o menor intensidad los flujos de efectivo provenientes de ingresos por ventas o de egresos por costos de compra. Surge así un combate a la inflación por parte de las organizaciones, que intentan mantener precios competitivos con costos razonablemente bajos.

2. Inflación en los flujos de fondos

Siendo la inflación generalizada y variaciones rápidas de todos los precios, cuando la velocidad del deterioro de la moneda es alta, pueden usarse indicadores generales para ajustar todas las variables, ya que, si bien las mismas no cambiarán todas al mismo tiempo, la rapidez de los cambios hace que en el plazo normal de presupuestación —el año— las diferencias de temporalidad y magnitud se compensen. Otra posibilidad sería considerar períodos menores al año a efectos del cálculo de las variables clave, y ajustar según alguno de los criterios mencionados más adelante.

Aspectos a considerar:

* Variaciones diferentes para ingresos y egresos. Existen factores que provocan variaciones no sincronizadas entre los dos grandes grupos de variables que conforman un flujo de fondos: los ingresos y los egresos.

Por ejemplo, restricciones en la fijación de precios, alteraciones de la oferta y la demanda, estacionalidad, importaciones y exportaciones, regulaciones gubernamentales, etc. pueden en forma aislada o en conjunto incidir en las tasas de aumento de precios de manera dispar. En estos casos, se plantea el armado de los flujos de fondos separadamente para ingresos y egresos.

* Distintas estructuras de costos frente a la inflación. Suele ocurrir en las empresas que los egresos obedecen a componentes de distinta naturaleza. No ocurre exactamente lo mismo con los ingresos, ya que, aun en los casos de destinarse a diferentes mercados (Vg. mercado local y de exportación), las variaciones en alguno de ellos presionarán sobre los otros, debido a que la asignación de recursos se realiza dentro de la economía interna de la organización. En el caso de los costos, si bien existen los mismos tipos de presión que se mencionaron para los ingresos, los ajustes se producen en forma más tardía y des-sincronizada. Puede considerarse a tal efecto que los mismos vienen dados. Esto significará que, según la naturaleza del negocio, se pueden considerar diferentes índices de ajuste para materiales, mano de obra y otros. A su vez, dentro de cada rubro pueden existir sub-ítems que ameriten una apertura mayor: tal ocurriría en una empresa industrial que tuviera la mitad de su personal afiliado al sindicato del ramo y la otra mitad abocada a tareas comerciales y por ello perteneciente al sindicato de Comercio.

* Ajustes de precios separados para cada variable del cash flow. Llegando al extremo opuesto del aumento rápido y conjunto de todos los precios, podrían estimarse deflatores específicos para cada variable del proyecto, o al menos para las variables críticas.

- Se sabe que en cualquier época, más allá del momento macroeconómico de una región o país, existe la posibilidad de una variación de precios relativos, relacionada con elementos propios de cada actividad.

- También es sabido que cualquier valor de un flujo de fondos puede descomponerse en un factor precio y un factor cantidad, y que a su vez cada factor responde a causales de cambio diferentes.

- Un pronóstico serio y responsable intentará predecir los comportamientos de todas las variables, dividiendo los que correspondan a precios y cantidades, sin importar si el contexto es de estabilidad o de inflación.

- Por lo tanto, este tipo de modelos ya incluye un desglose de las variaciones de precios separadas por cada elemento, con lo cual la aplicación de índices generales o específicos para cada elemento o grupo dependerá de la información con la que cuente el evaluador o del beneficio en el análisis que pueda surgir de una mayor apertura.

3. Inflación en las tasas de descuento

El efecto inflacionario no se debe confundir con el valor tiempo del dinero, más allá de que ambos se representen como tasas o

porcentajes. En otras palabras, cuando se dice que "un peso hoy vale más que un peso mañana", se está haciendo referencia a la disponibilidad de efectivo, que permite realizar consumos o compras si se lo tiene, pero no hacerlos si no se lo tiene. En cambio, la inflación como tasa, pretende ajustar las cifras de dinero para que midan unidades del mismo poder adquisitivo; o sea que expresa las mediciones a valores constantes.

Por ello, cuando se descuenta el valor de un flujo de caja estimado, que se supone medido en unidades monetarias corrientes —o sea, del momento en que este flujo de fondos tiene lugar y para lo cual se le hicieron los ajustes—, se lo debe actualizar tanto a la tasa que represente el precio del dinero o su costo de oportunidad como a una tasa que represente su pérdida de poder adquisitivo.

Esto conduce a una re-expresión de la fórmula del VAN, que quedaría configurada como sigue:

$$\sum_{j=0}^n \frac{FF_j * (1 + i)^j}{(1 + k)^j * (1 + \varphi)^j} = VAN$$

... donde:

i son la o las tasas que ajustan los flujos de fondos de acuerdo a lo explicado anteriormente

k es la conocida como tasa real de interés, o deflacionada

f son la o las tasas de inflación promedio general

- la tasa i representa la variación relativa de todos los componentes del flujo de fondos, los que seguramente variaron en diferente magnitud unos de otros

- ambas tasas i y f pueden ser diferentes período a período, con lo que difícilmente coincidan

En definitiva, una expresión más abarcativa del complejo fenómeno de la inflación y su incidencia en la evaluación de proyectos sería:

$$\sum_{j=0}^n \frac{Exp_j * (1 + i_{exp})^j + IL * (1 + i_{il})^j - Sal_j * (1 + i_{sal})^j - Mat_j * (1 + i_{mat})^j - VS_j * (1 + i_{vs})^j}{(1 + k)^j * (1 + \varphi)^j} = VAN$$

... en la que el flujo de fondos se ha abierto, a modo de ejemplo, en ingresos provenientes de mercado de exportación (exp) y mercado local (il), y los egresos en mano de obra (sal), materiales (mat) y varios (vs).

Es evidente que las diferentes i difícilmente coincidan en un mismo período, y más difícil es que todas ellas coincidan con f, que representa un indicador de inflación general y no necesariamente sectorial, como lo son las tasas que afectan los términos del numerador.

Por otra parte, las tasas estimadas de inflación pueden ser diferentes para cada período, fenómeno que también puede aplicarse a la tasa de descuento.

En cuanto al método de la TIR, debe tenerse en cuenta que la tasa obtenida es una tasa nominal, a la cual hay que extraerle el componente inflacionario. Esto se dificulta si las tasas de inflación varían para cada momento, pero tomando como supuesto su uniformidad o considerando que es aplicable un promedio de inflaciones, podría obtenerse la TIR real de un proyecto de inversión de la siguiente manera:

$$(1 + TIR_r) + (1 + \varphi) = (1 + TIR_n)$$

4. Distinguiendo situaciones

En la evaluación de inversiones en un contexto de inflación podemos distinguir dos situaciones:

- a) que la inflación no afecte a al flujo de caja generado en el proyecto;
- b) que sí afecte al flujo de caja generado en el proyecto.

En el primer caso, se puede calcular la llamada rentabilidad aparente aplicando las tasas de descuento conocidas. Pero si queremos conocer cuál es la rentabilidad real entonces será necesario hacer un ajuste al resultado de la TIR aparente para transformarla en una TIR real.

Veamos un ejemplo para aclarar el concepto:

Vamos a suponer los siguientes resultados de la evaluación de un nuevo hotel de tres estrellas que desea colocar en el mercado 120 nuevas habitaciones, con una inversión estimada a inicio del año 1, de este modo: 100 habitaciones x US\$ 70.000 por habitación, resultan US\$ 7.000.000 de inversión total.

Supongamos igualmente que una vez elaborados todos los estados financieros pro-forma en base a un conjunto de hipótesis de trabajo, se llega a los siguientes valores en efectivo generados para los socios que han hecho la inversión de US\$ 7,0 millones de dólares:

- La caja neta generada al final del año 1 = US\$ 1.800.000
- La caja neta generada al final del año 2 = US\$ 2.700.000
- La caja neta generada al final del año 3 = US\$ 4.500.000
- La caja neta generada al final del año 4 = US\$ 4.500.000
- La caja neta generada al final del año 5 = US\$ 6.300.000

Supongamos también que como el horizonte de evaluación en este caso es de apenas 5 años y los activos fijos de la edificación se deprecian en 20 años y las maquinarias y equipos en 10 años, al final de ese horizonte de 5 años, debe existir un valor de rescate o valor salvado de esos activos aún no totalmente depreciados e incluso también se rescataría el valor del capital de trabajo por 350.000.

Supongamos que los activos inmovilizados a depreciar son equivalentes a US\$ 5.250.000 (US\$ 3.500.000 en edificaciones y US\$ 1.750.000 en maquinarias y equipos); una depreciación lineal de 175.000 por 20 años para la edificación y una depreciación lineal de 175.000 por 10 años para las maquinarias y equipos.

Así pues, en un horizonte corto de apenas 5 años, aún existe un valor no depreciado o de rescate igual a 2.625.000 para la edificación (15 años x 175.000) y un valor no depreciado igual a 875.000 (5 años x 175.000) para las maquinarias y equipos; e igualmente, se rescataría el capital de trabajo de 350.000. O sea, que al final del año 5 existiría una entrada en caja debido al valor residual igual a: $2.625.000 + 875.000 + 350.000 = \text{US\$ } 3.850.000$.

La caja generada al final de cada uno de los años, se supone que no ha sido afectada, ni en las ventas ni en los costos, por índices de inflación específicos para cada uno de sus rubros; pero, en cambio, el resultado final, en valor monetario del Valor Actualizado Neto (VAN) si se verá erosionado por la inflación general del país (la subida general de precios), informada por la autoridad de aplicación fue del 15% anual acumulativo.

Planteamiento del problema: la pregunta entonces que nos debemos hacer es la siguiente: ¿cuál es la rentabilidad aparente y cuál es la rentabilidad real?

La rentabilidad aparente, descontando con la tasa de oportunidad del 30% y tomando en cuenta el valor de rescate, sería como sigue (en miles de US\$):

$$1.800 / (1 + 0,30) + 2.700 / (1 + 0,30)^2 + 4.500 / (1 + 0,30)^3 + 4.500 / (1 + 0,30)^4 + 6.300 / (1 + 0,30)^5 + 3.850 / (1 + 0,30)^5.$$
$$1.800 \times 0,769231 + 2.700 \times 0,591716 + 4.500 \times 0,455166 + 4.500 \times 0,350128 + 6.300 \times 0,269329 + 3.850 \times 0,269329$$
$$1.385 + 1.598 + 2.048 + 1.576 + 1.697 + 1.037$$
$$\text{US\$ } 9.341$$

Es decir el valor actualizado neto (VAN) es de US\$ 9.341 menos US\$ 7.000 = US\$ 2.341 miles de dólares.

Pero este valor monetario del VAN es un valor aparente, pues como existe en el contexto una inflación o subida general de precios del 15% por año en forma acumulativa, el VAN monetario real (verdadero poder de compra) es igual a:

Vamos a descontar ahora con la tasa del 45%, es decir:

$$1.800 / (1 + 0,45) + 2.700 / (1 + 0,45)^2 + 4.500 / (1 + 0,45)^3 + 4.500 / (1 + 0,45)^4 + 6.300 / (1 + 0,45)^5 + 3.850 / (1 + 0,45)^5.$$
$$1.800 \times 0,689655 + 2.700 \times 0,475624 + 4.500 \times 0,328017 + 4.500 \times 0,226218 + 6.300 \times 0,156013 + 3.850 \times 0,156013$$
$$1.241 + 1.284 + 1.476 + 1.018 + 983 + 601$$
$$\text{US\$ } 6.603$$

Al descontar con la tasa del 45% el VAN resulta negativo, en efecto la caja descontada igual a US\$ 6.603 que es menor que US\$ 7.000 en un valor de menos US\$ 397.

En el segundo caso, que es más normal que suceda es que los factores de caja tanto el posible precio de venta de las habitaciones y otros servicios, los costos variables estimados y el costo fijo pueden verse afectados por la inflación específica, diferente de la inflación general del país

Vamos a suponer que estamos evaluando el mismo proyecto hotelero de 100 habitaciones con una inversión total en el año cero de US\$ 7.000.000. Supongamos que el precio de venta de las habitaciones en el año cero es de US\$ 70 por habitación alquilada y que esta es la única renta del hotel trabajando a plena capacidad, o sea: 100 habitaciones x US\$ 70 x 365 noches = US\$ 2.555.000. Supongamos que el costo variable de poner a punto estas habitaciones es de US\$ 20 por habitación vendida en el año cero y que el costo fijo en el año cero es de US\$ 520.000. La tasa de oportunidad para el descuento es del 30%.

Se sabe que es posible que la inflación específica del precio de venta de las habitaciones pueda sufrir una inflación del 7% anual; que el índice de inflación del costo variable puede ser del 9% anual y que el índice de inflación del costo fijo puede ser del 10% anual. Las cantidades producidas en un horizonte de 5 años serían a los siguientes porcentajes de la capacidad instalada las siguientes:

- Primer año operativo 16.425 habitaciones año (45% de capacidad)
- Segundo año operativo 18.250 habitaciones año (50% de capacidad)
- Tercer año operativo 20.075 habitaciones año (55% de capacidad)
- Cuarto año operativo 21.900 habitaciones año (60% de capacidad)
- Quinto año operativo 23.725 habitaciones año (65% de capacidad)

La venta a valores constantes de US\$ 70 por habitación sería:

$$16.425 \times \text{US\$ } 70 = \text{US\$ } 1.149.750$$
$$18.250 \times \text{US\$ } 70 = \text{US\$ } 1.277.500$$
$$20.075 \times \text{US\$ } 70 = \text{US\$ } 1.405.250$$
$$21.900 \times \text{US\$ } 70 = \text{US\$ } 1.533.000$$
$$23.725 \times \text{US\$ } 70 = \text{US\$ } 1.660.750$$

El valor de rescate o valor residual se estimó en US\$ 3.850.000. El índice de inflación general del 15% al año. La depreciación anual estimada de los inmovilizados igual a US\$ 350.000. El impuesto de sociedades del 35%.

La previsión de venta de habitaciones en cada año:

Año Venta en miles de US\$ cada año

$$1 \ 1.150 (1 + 0,07) = 1.231$$
$$2 \ 1.278 (1 + 0,07)^2 = 1.463$$
$$3 \ 1.405 (1 + 0,07)^3 = 1.721$$
$$4 \ 1.533 (1 + 0,07)^4 = 2.009$$
$$5 \ 1.660 (1 + 0,07)^5 = 2.328$$

Los costos variables se calculan de la siguiente manera:

Año Costos variables en miles de US\$ cada año

- 1 329 (1+0,09) = 359
- 2 365 (1+0,09) ^2 = 434
- 3 402 (1+0,09) ^3 = 521
- 4 438 (1+0,09) ^4 = 618
- 5 475 (1+0,09) ^5 = 731

Y los costos fijos serán:

Año Costos fijos en miles de US\$ cada año

- 1 520 (1+0,10) = 572
- 2 520 (1+0,10) ^2 = 629
- 3 520 (1+0,10) ^3 = 692
- 4 520 (1+0,10) ^4 = 761
- 5 520 (1+0,10) ^5 = 837

El conjunto de la caja generada en cada año será:

Año	Ventas	Costos	Depreciación	Beneficio	35%Imp	Flujo Neto
1	1.231	931	350	(50)	0	350
2	1.463	1.063	350	50	18	382
3	1.721	1.213	350	158	55	503
4	2.009	1.379	350	280	98	532
5	2.328	1.568	350	410	144	616

En el año quinto se incluye también la caja del valor de recuperación o valor salvado estimado en unidades monetarias de ese año igual a $3.850 (1 + 0,15)^5 = 3.850 \times 2.011357 = 7.744$.

La rentabilidad aparente utilizando las cifras en miles de US\$ sería como sigue:

$$350 / (1+0,30) + 382 / (1+0,30)^2 + 503 / (1+0,30)^3 + 532 / (1+0,30)^4 + 616 / (1+0,30)^5 + 7.744 / (1+0,30)^5$$

$$350 \times 0,769231 + 382 \times 0,591716 + 503 \times 0,455166 + 532 \times 0,350128 + 616 \times 0,29329 + 7.744 \times 0,29329$$

$$269 + 226 + 229 + 186 + 181 + 2.271$$

$$= 3.362$$

Es decir, la recuperación de la caja arroja un Valor Actualizado en miles de US\$ 3.362 después de haber invertido en el año cero en miles US\$ 7.000, lo cual daría un Valor Actualizado Neto (VAN) negativo aparente igual a US\$ 3.638, en tanto el valor real negativo de ese VAN sería, considerando la inflación promedio anual del 15% del país:

$$\text{VAN real} = 3.638 - 0,15 / 1 + 0,15$$

$$\text{VAN real} = 3.163$$

Llegado a este punto de encontrar un VAN negativo, podría realizarse un análisis de sensibilidad y un análisis de riesgo, a los fines de medir la variación de los resultados del VAN y de la TIR al variar aisladamente algunas de las variables del sistema. Entre las variables principales a considerar tendríamos: el precio de venta de las habitaciones, las cantidades de habitaciones vendidas, los costos fijos y los variables, la cuantía de la inversión diseñando un hotel diferente, los porcentajes de financiamiento propio y ajeno, el tiempo para poner a punto el hotel y comenzar operaciones y la duración económica de la inversión (horizonte de planificación tomando en cuenta no sólo la depreciación de los activos fijos, sino su obsolescencia debido a los cambios tecnológicos).

En cuanto al análisis de riesgo, podría tomar en cuenta la probabilidad de que sucedan o no los cambios en los valores de las variables incluidas en el análisis de sensibilidad y sus efectos en el flujo de caja y en la rentabilidad de la inversión.

5. Caso proyecto de inversión

Se considera un proyecto de inversión con una vida económica de 3 años y una inversión inicial de \$ 10.000. El flujo de fondos FF1 estará formado por el ingreso C1 —cobro 1— y el egreso P1 —pago 1—, y así sucesivamente.

La tasa de crecimiento de los flujos de fondos corrientes para los cobros es c y para los pagos es p; g es la tasa de inflación y k es el costo de capital, con lo cual queda:

$$\text{VAN}(k) = \sum_{j=0}^n \frac{C_j * (1 + c)^j - P_j * (1 + p)^j}{(1 + k)^j * (1 + g)^j}$$

Las cifras de inversión inicial, cobros y pagos de cada momento se indican a continuación:

Periodo	0	1	2	3
C = Ingresos = Cobros		\$ 6.000	\$ 8.000	\$ 12.000
P = Egresos = Pagos		\$ -3.000	\$ -2.800	\$ -5.200
Inversión inicial	\$ -10.000			
Flujo de fondos sin ajustar	\$ -10.000	\$ 3.000	\$ 5.200	\$ 6.800

La variación de precios de ingresos se estima en un 2,0% anual, mientras que los egresos aumentarían a un ritmo del 2,5% anual. La inflación esperada para todo el período es del 3,0% anual, y el costo de capital es del 7,0%.

Solución propuesta

Se prepara el flujo de fondos corriente ajustado considerando las tasas de crecimiento c y p.

Periodo	0	1	2	3
Inflación acumulada ingresos (c)	0,0%	2,0%	4,0%	6,1%
Inflación acumulada egresos (p)	0,0%	2,5%	5,1%	7,7%
Periodo	0	1	2	3
Ingresos ajustados		\$ 6.120	\$ 8.323	\$ 12.734
Egresos ajustados		\$ -3.075	\$ -2.942	\$ -5.600
Inversión inicial	\$ -10.000			
Flujo de fondos constante	\$ -10.000	\$ 3.045	\$ 5.381	\$ 7.135

Finalmente, se procede a calcular el VAN descontando con la tasa k_0 y la inflación.

Periodo	0	1	2	3	
Ingresos ajustados	\$ -	\$ 6.120	\$ 8.323	\$ 12.734	
Egresos ajustados	\$ -	\$ -3.075	\$ -2.942	\$ -5.600	
Inversión inicial	\$ -10.000				
Flujo de fondos constante	\$ -10.000	\$ 3.045	\$ 5.381	\$ 7.135	
VAN a las tasas del:	0,0%	10,2%	21,5%	33,9%	
	\$ -10.000	\$ 2.763	\$ 4.431	\$ 5.330	\$ 2.523
TIR sin ajustes	20,3% sobre flujo de fondos sin ajustar				
TIR nominal	22,2% sobre flujo de fondos constante				
TIR real	18,7% TIR nominal menos inflación				
que se compone de:	10,9% rentabilidad del flujo que excede al K_0 7,0% costo de capital				

Es aconsejable llevar a cabo el proyecto, fundamentando la decisión en la aplicación de los criterios de VAN y TIR.

La consideración de inflación de precios, costos y a nivel general brinda elementos adicionales para el análisis de inversiones. En el presente caso debe tenerse muy en claro contra qué tasa de corte se comparará la TIR, ya que deben tomarse las mediciones o bien todas en términos reales (lo recomendable) o bien todas en términos nominales.

En el caso del VAN, el descuento de flujos de fondos se hará con la tasa real o nominal, dependiendo de qué flujo se esté descontando.

6. Consideraciones finales

La inflación incentiva las inversiones con recuperación rápida y las que requieren menor inversión de capital. El mantenimiento de altas tasas inflacionarias en una economía desincentiva el ahorro y la puesta en marcha de políticas estructurales a largo plazo.

En las operaciones de mediano y largo plazo, es relevante estimar los márgenes de beneficios, haya o no cierta rigidez en el incremento de precios de venta, frente a cambios en la cantidad ofertada y frente a variaciones en los costos de los insumos. Por ello, en las actividades con controles de precios estrictos, la regla para el mercado interno es la no elección de estrategias con márgenes reducidos o la priorización de mercados externos si fuera posible.

Los flujos de fondos se calculan a valores nominales, razón por la cual habrá que ajustar los ingresos, los costos y los gastos, por la variación estimada de precios para cada caso. Del mismo modo, la tasa interna de retorno que mide la rentabilidad de un flujo de fondos, será ajustada a fin de conocer la tasa de rentabilidad real del proyecto o negocio bajo análisis.

El recupero del capital invertido y el empleo de la técnica de Pay Back descontado que primarizan la liquidez de la inversión por sobre la rentabilidad, y que suelen utilizarse en el análisis financiero como instrumentos complementarios de evaluación, frente a la repercusión de la alta inflación en la organización toman mayor relevancia frente al riesgo de insolvencia de clientes. A consecuencia de esto, se produce subinversión de capital y cambios en las mezclas de financiación.

En la gestión de administración del capital de trabajo, es importante determinar el grado de erosión que provoca la inflación sobre los activos que componen el ciclo operativo dinero - bienes de cambio - créditos - dinero, dado que se corre el serio riesgo de disminuir la cantidad producida de bienes y servicios, y su posterior venta. Efectivamente, el alargamiento en el ciclo operativo, fundamentalmente a causa de demoras en los pagos de clientes, impactarán en el nuevo ciclo productivo que se iniciará con las compras de materias primas o mercaderías a un valor mayor por efecto de la inflación. Así es que habrá que determinar las políticas de administración del capital de giro, que se consideren eficaces para mantener el nivel de rentabilidad fijado como meta. En este sentido, la política de precios de venta, los descuentos por pronto pago, la aplicación de intereses compensatorios, son los elementos principales de esta política de mantenimiento físico del capital de trabajo.

En relación al endeudamiento, también es necesario poner en marcha una estrategia específica. En Argentina, en la actualidad, cuando se inicia un proyecto de inversión, es usual buscar financiación en pesos y a tasa de interés fija. Sin embargo, para resguardarse del efecto inflacionario, los financiadores, fijan tasas de interés altas para cubrirse de la futura inflación o prestan en otras monedas que tengan menor desvalorización que el peso. Si se obtiene el préstamo en pesos, también habrá que calcular el costo de capital real (al menos el estimado como real), luego de incorporar el efecto de la inflación en el análisis.

En cuanto a la política de stocks, en épocas de alta inflación algunas empresas compran en exceso cantidades como cobertura de aumentos futuros de precios. Sin embargo, la mayor cantidad adquirida tiene un mayor costo de mantenimiento, por un lado de tipo físico (seguros, espacio depósitos, supervisión, faltantes, etc.), y por otro lado de tipo financiero al utilizar activos financieros susceptibles de tener una renta (costo de oportunidad). Habrá entonces que lograr un equilibrio entre el mayor costo de mantener capital de trabajo y el menor costo de compra de los bienes de cambio. Es factible emplear las metodologías de Baumol de lotes óptimos incorporando como nuevo elemento incidente en el cálculo a la inflación sobre los materiales, mercaderías, materias primas e insumos.

Los efectos inflacionarios en los ingresos y los egresos, también impactan en las cantidades ofertadas. Además de las consecuencias comerciales de este hecho, tendrá que ponerse bajo evaluación la tecnología utilizada y el proceso de producción implementado. Los cambios en las cantidades modifican la incidencia de los costos fijos sobre los resultados económicos y

financieros. Es cierto que estos costos tienen un grado de fijeza, que suelen ponerse a prueba en situaciones de alta inflación como las aquí presentadas, pero también, es posible y a veces muy recomendable de acuerdo a la actividad, operar con tecnología y procesos que privilegien los costos variables de producción para soportar menores riesgos productivos por efecto de la menor demanda de bienes.

El afianzamiento de los clientes, en estas épocas de alta inflación, brinda a la empresa una visión de mayor seguridad económica, respecto de los nuevos clientes en los que puede estar en duda la financiación que se negocie.

No hemos mencionado aún la incidencia de la inflación sobre la información contable. En este sentido, la inflación tiene un efecto distorsionador que es necesario reparar con técnicas específicas para una valuación y exposición razonablemente aptas.

Principales efectos de la inflación en las finanzas;

* Tasa de interés: el valor en exceso sobre la tasa de inflación se denomina tasa real de interés y se calcula sobre el valor de capital ajustado.

Por ejemplo si una persona se jubila en 5 años y para ese momento desea hacer un viaje, y hoy deposita \$10.000, cómo se calcularía la máxima tasa de inflación promedio anual para lograr una vez y un cuarto el depósito original en términos reales. Las expectativas de tasa de interés efectivas anuales son del 7.5 % para los primeros dos años y del 6 % para los siguientes:

Tasa aparente en 5 años: $((1+0.075)^2 \times (1+0.06)^3) - 1 = 0.376367$

Tasa real: $(12500 / 10000) - 1 = 0.25$

$(1 + \text{aparente}) = (1 + \text{real}) \times (1 + \text{inflación})$

Máxima inflación en cinco años:

$1.376367 = 1.25 \times (1 + \text{inflación})$; despejando = inflación = 0.1011

Resultando un promedio anual equivalente de 1.94 %

* Dificultadas de planeamiento: afecta el largo plazo y la explicación integral de las variables económicas de la empresa.

* Demanda de capital: la inflación aumenta el monto requerido de financiación que los negocios requieren.

* Información contable: distorsión.

* Activos reales: cambios en los precios relativos de los bienes.

* Activos financieros: repercusión en los precios por cambios en las tasas de interés.

La toma de decisiones en las empresas, bajo la influencia de la inflación es sumamente difícil, dependiendo tanto de la pericia interna y la oportunidad de obtención de información, como del contexto de aplicación en el que se genera nuevos hechos y sobre el cual también actúa la organización. Las variables precios, costos de factores, cantidades, calidad, tasas de interés, tipo de cambio, tienen un comportamiento diferente haya o no inflación. Por ende, en este escenario habrá que utilizar las técnicas adecuadas para medir los resultados y el cumplimiento de metas y sobre todo, implementar las políticas que conlleven al éxito de los objetivos planteados.

7. Fuentes consultadas

Aire Carlos - Tapia Gustavo. Conducción estratégica para la Evaluación de proyectos de inversión. Edicon. 2010. Buenos Aires.

Suárez Suárez - Decisiones óptimas de inversión y financiación de la empresa - Ediciones Pirámide. 1996. Madrid.

Weston J. F., Brigham E. Fundamentos de administración financiera. Ed. Mc Graw Hill. 1993. México.

Weston J. F., Copeland T. E. Finanzas en Administración. Ed. McGraw Hill. 1992. México.

© Thomson Reuters