

# Finanzas corporativas en contexto de inflación: gestión financiera y efecto "portafolio"

Dapena, José P.

**Abstract:** Si bien en economías estables la principal fuente de renta proviene del margen operativo, en contextos inflacionarios surgen fuentes adicionales de renta, en este caso financiera, que vienen dadas por la administración del portafolio de activos y pasivos de la empresa. Reconocer esta realidad le permite a la empresa gestionar su portafolio de activos y pasivos de una manera más eficiente para contribuir a la generación de renta total.

## I. Introducción

La gestión eficiente de una empresa parte de la base que existe un conjunto de activos que son inmovilizados con el objetivo de obtener ingresos operativos, que netos de los gastos operativos proporcionan una renta operativa. A su vez, la inmovilización de capital conlleva costos financieros, tanto efectivos (intereses) como de oportunidad (expectativa de ganancia del accionista). En consecuencia, para crear valor la renta operativa generada por los activos (neta de impuesto a las ganancias) debe ser superior al costo financiero de financiamiento de estos.

Si bien en economías estables la principal fuente de renta proviene del margen operativo, en contextos inflacionarios surgen fuentes adicionales de renta, en este caso financiera, que vienen dadas por la administración del portafolio de activos y pasivos de la empresa. Este manejo de portafolio puede generar renta financiera adicional proveniente de las ganancias/pérdidas de capital por efecto de variaciones en el precio de activos y pasivos (inventarios, inmuebles, activos y pasivos denominados en unidades con cotización de mercado o moneda extranjera) y de eventuales intereses financieros por créditos a los clientes. Esta fuente de renta financiera originada en la composición de los activos y pasivos, que en contextos de estabilidad de precios puede no ser significativa, en contextos inflacionarios puede pasar a serlo, e inclusive transformarse en una fuente de renta de mayor relevancia que la operativa. Reconocer esta realidad le permite a la empresa gestionar su portafolio de activos y pasivos de una manera más eficiente para contribuir a la generación de renta total.

Por otro lado, en contextos de inflación, los estados contables, al reflejar la realidad de negocios desde lo nominal, dan lugar a distorsiones originadas en las diferencias entre ganancias y pérdidas de capital nominales y reales. Entre los efectos de esta situación se observa que la rentabilidad y las respectivas ganancias pueden no reflejar la realidad económica, y que por ejemplo pueden darse cálculos de impuesto a las ganancias o de distribución de dividendos incorrectos, al asimilarse de manera indirecta al patrimonio neto como un pasivo monetario que no debe ser ajustado. Bajo esta situación, la determinación del impuesto a las ganancias termina afectando no solo ganancias del ejercicio, sino también aportes de capital y ganancias retenidas de ejercicios anteriores (1), como así también política de dividendos (2). Se muestra el resultado en un ejemplo simple, y se evalúan las potenciales consecuencias.

## II. El enfoque de portafolio en la gestión de finanzas corporativas

### II.1. Fuentes de renta en la gestión de empresas

En el enfoque estándar, la renta que genera un proyecto de negocios o una empresa se divide en su origen en renta operativa y renta financiera.

$$\text{Renta Total (RT)} = \text{Renta Operativa (RO)} + \text{Renta Financiera (RF)} \quad [1]$$

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

$$\text{RO} = \text{VT} - \text{GO} \quad [2]$$

Esta fuente de renta surge de la diferencia entre ingresos operativos (ventas) y gastos operativos. En este esquema, el proceso de negocios para lograr eficiencia implica que para crear valor adicional se debe incrementar el volumen de ventas y/o los márgenes operativos, y/o reducir las necesidades de inversión o reinversión. Esto representa el desafío de negocios para la gestión en particular en economías estables, predecibles y con niveles bajos de inflación. Por su parte la generación de renta financiera RF no se

encuentra relacionada directamente con el objeto social y de negocios de la firma, y proviene de:

- La diferenciación entre activos/ pasivos monetarios y activos/ pasivos con ajuste propios de precios (efecto revalorización = ER).

- Los intereses obtenidos por créditos a clientes y colocaciones financieras (efecto intereses = EINT)

$$RF = ER + EINT \quad [3]$$

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

Tabla 1

+ Ventas/Ingresos operativos	}	Renta operativa
- Gastos operativos erogables		
- Gastos operativos no erogables		
= Renta operativa	}	Renta financiera o "efecto portafolio"
± Renta por ganancias/pérdidas de capital		
+ Renta por intereses activos		
- Intereses pasivos hacia acreedores		
- Impuesto a las ganancias		
= Renta hacia los accionistas		

Tanto las revalorizaciones de activos y pasivos, como el "negocio financiero" de la empresa al cobrar intereses activos por los créditos otorgados o colocaciones de inversiones transitorias, dan lugar a lo que denominó "efecto portafolio" (3) (que en entornos con estabilidad de precios es casi nulo), y que se originan en la administración del portafolio de activos y pasivos de la empresa por parte del management, de manera análoga a un administrador de portafolio de activos financieros. Para entender el enfoque y el "efecto portafolio" es útil recurrir a la analogía con la tarea que lleva adelante un administrador de portafolio de inversiones financieras.

## II.2. La administración de inversiones financieras

Un profesional de administración de cartera de inversiones financieras escoge entre una variedad de activos financieros tales como acciones, bonos, etc., y los combina con el objetivo de lograr un perfil de renta esperada bajo una restricción de exposición al riesgo predeterminada (4). Estas colocaciones de dinero en activos financieros (tales como depósitos bancarios, acciones, bonos, ETF's, y otros instrumentos) representan la asignación de recursos, mientras que el origen viene dado por las fuentes de financiamiento: inversores que confían sus fondos, endeudamiento para apalancar las posiciones y fondos propios que incluye reinversión de ganancias.

$$\text{Portafolio de Inversión (PI)} = \text{Activos} = \text{Pasivos} + \text{Aportes} \quad [4]$$

La asignación de recursos proporciona como resultado una renta que proviene de: incrementos o disminuciones en el valor de los instrumentos financieros (ganancias o pérdidas de capital o tenencia), y dinero en efectivo proveniente de dividendos (en el caso de acciones) o de pago de intereses (en el caso de bonos y deuda).

$$\text{Renta del Portafolio} = \text{Renta} + \text{incremento/disminución en el valor de los instrumentos financieros (ganancias/pérdidas de capital =ER)} \quad [5]$$

Esta renta total es el resultado del proceso de administración del portafolio, que neto de costos de transacción e impuestos y comparado con el costo financiero de obtener los fondos (intereses en el caso de endeudarse o expectativa de ganancias dado el riesgo en el caso de inversores y de fondos propios) determina el grado de eficiencia con el que se maneja la cartera de inversiones.

## II.3. Analogía con las finanzas corporativas

La tarea de gestión de activos del portafolio que realiza el especialista en mercado de capitales se puede trasladar al caso de las finanzas corporativas, siguiendo la analogía expuesta en el punto anterior, donde en este caso la hoja de balance de la empresa puede ser vista como un portafolio de activos y pasivos que genera renta financiera operativa y financiera. Parte de la actividad de la gestión puede entonces asociada a la de un administrador del portafolio de activos y pasivos de la firma que está inmovilizado en activos corrientes (disponibilidades, inventarios, créditos por ventas y otros créditos, que reemplazarían a acciones, bonos, etc.) y no corrientes (bienes de uso), y que se encuentran financiados con aportes de accionistas o endeudamiento, cuyo objetivo es generar una renta que surge del margen operativo y del volumen de ventas netos de las necesidades de reinversión.

**Tabla 2**



La empresa, vista como un portafolio de inversiones en activos de distinta índole, puede generar también renta por efectos de la revalorización asimétrica de activos y pasivos, inflación y de los intereses financieros activos, que se acentúan en procesos inflacionarios. Sucede por ejemplo en un crédito fiscal inmovilizado que no paga intereses, y que se devalúa al ritmo de la inflación, o sucede con inventarios que se revalorizan, o con deudas en moneda extranjera, por ejemplo.

Haciendo la distinción en renta total entre renta operativa y renta financiera (en este caso englobando los dos componentes de renta descriptos), en entornos de baja inflación y estables, las ganancias por operaciones de negocios conforman la mayor parte de las ganancias totales. Sin embargo, cuando el entorno donde se mueven las empresas y los proyectos es inflacionario, inestable y de cambios en los precios relativos, el efecto de las ganancias financieras y por tenencia puede pasar a ser significativo y comprender una parte mayor de las ganancias totales.

A modo de ejemplo, una empresa que solo tiene \$100 en efectivo, que no realiza ninguna operación en el año, y que la inflación general asciende al 25%. Al finalizar el año, tendrá cero de resultados por aspectos operativos en moneda corriente, pero tendrá alrededor de \$-25 (negativos) de resultado por desvalorización de su patrimonio en moneda constante. El estado de resultados a moneda corriente no muestra movimiento, pero al hacerlo a moneda constante queda en evidencia la pérdida. Esta situación es reconocida en la práctica contable para dar lugar a la necesidad de generar estados contables en moneda homogénea susceptible de ser comparada (5).

Por ello se sugiere que en entornos inflacionarios, los aspectos financieros vinculados a intereses y resultados por tenencias pueden pasar a ser significativos e inclusive ser más relevantes que los resultados operativos, por lo que el efecto de "manejo de portafolio" en la administración de una empresa o proyecto debe ser tenida en cuenta, sobre todo cuando los períodos previos han sido de estabilidad de precios y el proceso de negocios requiere de un cambio de paradigma.

### **III. Los activos y pasivos de la empresa como un portafolio de inversión**

Atento al planteo efectuado, se entiende que parte de la tarea del gerente o director financiero pasa a ser la de manejar apropiadamente el portafolio de activos y de pasivos de una firma, empresa o proyecto con el objetivo de maximizar los resultados positivos por "efecto portafolio" provenientes de revalorización/desvalorización de activos/ pasivos, y de intereses por colocaciones de créditos.

En el enfoque de portafolio la hoja de balance describe la conformación del portafolio de inversiones totales de la firma, siendo sus componentes long o "comprados":

A = Activos monetarios (disponibilidades, depósitos bancarios, créditos a clientes, etc.) + activos con precios propios (6) (moneda extranjera, acciones e inventarios, inmuebles) + activos que ajustan precios por inflación general o por cotización de mercado (inmuebles, rodados, etc.).

Los componentes short o "vendidos" de la hoja de balance de la empresa o firma serían:

P = Pasivos o apalancamiento (P) por deudas fiscales, previsionales, laborales, comerciales, financieras, etc. (7),

PN = Patrimonio de los accionistas pueden ser clasificados también con la misma categorización.

El "efecto portafolio" proviene de la renta financiera que genera la combinación del portafolio de activos y pasivos dentro de la firma (la renta que proviene entre lo "comprado" y lo "vendido").

#### **III.1. Fuentes de renta financiera en la firma o "efecto portafolio"**

##### **III.1.a. Revalorización/desvalorización de activos y pasivos**

La distinción es entre activos y pasivos monetarios respecto de activos/pasivos con cláusula de ajustes (por ejemplo, CER o moneda extranjera) o con ajuste de mercado (caso de bienes de uso o inventarios).

De esta forma por ejemplo un activo en USD y un pasivo en \$ provocan una ganancia de capital a la empresa en caso de una depreciación del tipo de cambio. También por ejemplo un inventario sería un "inflation protected asset", ya que tiene a mantener su valor real.

### III.1.b. Efecto Intereses: Activos que generan intereses financieros

El segundo elemento es la posibilidad de cobrar interese activos por los créditos otorgados. En contexto de estabilidad de precios, la empresa tiende a pagar solo intereses pasivos por su endeudamiento. Sin embargo en contextos inflacionarios con restricciones de acceso a los mercados de créditos, la renta de otorgar créditos puede ser significativa (8), donde cada empresa puede adoptar la actividad de intermediación e inversión financiera como una actividad de negocios adicional generadora de recursos, de manera similar a un banco, que recibe renta justamente de otorgar créditos a sus clientes.

### III.2. Ejemplo de aplicación en información económico-financiera de una empresa

A continuación, se propone un caso modelo para del enfoque financiero para una medición apropiada del resultado de una empresa.

#### I. Estados contables al 30 de junio de 2018

Se toma como base un ejemplo de Estados Contables cerrados y conciliados por el período julio 2017-junio 2018. En tal sentido, se supone que los activos y pasivos corrientes se encuentran expresados a valor de cierre, lo cual es lo usual dada su rotación, como así también los pasivos no corrientes. Los bienes de uso se encuentran medidos a valor de mercado (de no ser así, se deberían reexpresar considerando un índice representativo o reflejar en la contabilidad proforma un valor de mercado estimado neto de gastos, incrementando el patrimonio neto en similar medida, de manera de generar el resultado de revalorización respectivo).

El siguiente cuadro refleja el estado de resultados de la empresa utilizada como caso de referencia:

**Cuadro 1**

en ar\$	
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	
	<b>30/06/2018</b>
Ventas	987.806.578
Costo de Ventas	-661.140.529
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>326.666.049</b>
Gastos de Comercialización	-27.066.736
Gastos Generales	-251.095.130
Amortizaciones	-2.168.225
<b>Resultado Operativo</b>	<b>46.335.957</b>
Resultados Financieros	35.654.652
Otros Ingresos / Egresos	-13.110.857
Pérdida por devaluación	
<b>Ganancia Antes de Impuesto a las Ganancias</b>	<b>68.879.752</b>
Impuesto a las Ganancias	-24.227.398
<b>Ganancia - Saldo Final</b>	<b>44.652.354</b>

En el siguiente cuadro se refleja el Estado de Situación Patrimonial y el de Flujo de Efectivo.



Cuadro 4

	Inicio	coeficiente	Reexpresado
Patrimonio inicial	257.137.000	1,44	369.932.557
Ganancias	44.652.354	1,20	44.652.355
Dividendos	-7.335.283	1,20	-8.798.241
Ajuste por Inflación			
Patrimonio Final	294.454.071		294.454.071
Control	0		111.332.600

Del cuadro se observa que los componentes reexpresados determinan un desbalance patrimonial de \$-111 millones, lo que justamente refleja el componente de pérdida de valor de la cartera de inversión en activos y pasivos de la empresa por efecto del cambio en el poder adquisitivo durante el período. Equilibrando la cuenta patrimonial para reflejar dicha situación, se observa el resultado de la ecuación patrimonial en el siguiente cuadro:

Cuadro 5

	Inicio	coeficiente	Reexpresado
Patrimonio inicial	257.137.000	1,44	369.932.557
Ganancias	44.652.354	1,20	44.652.355
Dividendos	-7.335.283	1,20	-8.798.241
Ajuste por Inflación			<b>-111.332.600</b>
Patrimonio Final	294.454.071		294.454.071
Control	0		0

En definitiva, la empresa en valores nominales expresa haber ganado \$44,65 millones durante el período analizado, lo que inclusive motiva un pago de impuesto a las ganancias de \$24,2 millones y un reparto de dividendos por \$7,33 millones.

Sin embargo, ya que la ganancia real del período ajustada por los resultados de capital por la cartera de activos y pasivos de la empresa asciende a una pérdida de \$66,68 millones (la ganancia nominal menos la pérdida de poder adquisitivo por la cartera de la hoja de balance) lo cual cambia significativamente el cálculo de rentabilidad.

### III.2.b. Ganancia del período en moneda extranjera (USD)

A continuación, se repite el mismo ejercicio, pero en lugar de utilizar el Índice de Precios Mayoristas, se utiliza como referencia el dólar estadounidense.

Siguiendo la misma lógica del cálculo de la sección anterior en este caso se refleja el valor patrimonial inicial utilizando la cotización del USD al comienzo del ejercicio, los componentes de variación de la evolución patrimonial utilizando la cotización del dólar promedio del año (11), y el patrimonio al final del período utilizando la cotización del dólar al cierre (30 de Junio de 2018):

Cuadro 6

	en ARS	Tipo de Cambio	en USD
Patrimonio inicial	257.137.000	16,60	15.491.581
Ganancias	44.652.354	19,78	2.257.480
Dividendos	-7.335.283	19,78	-370.848
Ajuste por Inflación	0		
Patrimonio Final	294.454.071	28,86	10.202.243
Control	0		7.175.970

Tal como se mencionó previamente, si bien la ganancia de la empresa del período es de USD 2,25 millones, hay un desbalance en el control patrimonial, lo que refleja una pérdida de capital por USD 7,17 millones por los componentes de activos y pasivos de la hoja de balance, y la variación del tipo de cambio. Al corregir el desbalance para que cierre el control patrimonial (12), el cuadro queda:

Cuadro 7

	en ARS	Tipo de Cambio	en USD
Patrimonio inicial	257.137.000	16,60	15.491.581
Ganancias	44.652.354	19,78	2.257.480
Dividendos	-7.335.283	19,78	-370.848
Ajuste por Inflación	0		-7.175.970
Patrimonio Final	294.454.071	28,86	10.202.243
Control	0		0

Es decir que el resultado neto del período en USD asciende a una pérdida por USD 4,9 millones (la ganancia nominal en USD menos la pérdida en USD de los componentes de la hoja de balance), considerando tanto el flujo como la pérdida relativa de valor del capital por la variación del tipo de cambio y los componentes de la hoja de balance, lo cual es bastante diferente al cálculo original de una ganancia por USD 2,25 millones.

#### IV. Síntesis y conclusiones

La renta que genera un negocio por su inversión inmovilizada puede provenir de los aspectos operativos y financieros.

En contextos de inestabilidad de precios, de inflación y de restricciones de acceso a los mercados de capitales y crédito, la renta financiera RF que surge del "efecto portafolio" como consecuencia del manejo o administración que hace la firma de la composición de activos y pasivos (de manera similar a un administrador de portafolios de inversiones financieras) puede llegar a ser significativa y eventualmente complementar y hasta compensar la generación de renta operativa, tanto de manera positiva como negativa. En el ejemplo de la sección anterior, si bien en términos nominales la empresa genera ganancias e inclusive con un componente de intereses activos netos positivos por créditos otorgados, la composición de activos y pasivos provoca una pérdida de capital que transforma la ganancia nominal en una pérdida real en pesos constantes y en USD.

En este contexto el Director y el Gerente Financiero pueden adoptar una estrategia similar a la que sigue un administrador de portafolio de inversiones, que obtiene e inmoviliza recursos no solo con el objetivo de generar renta productiva, sino también de generar renta por revalorización asimétrica de activos y pasivos y por otorgamiento oneroso de créditos, en lo que se denominó "efecto portafolio". Dada la inflación, la conformación de portafolio de activos y pasivos puede dejar de ser trivial y pasar a ser significativa y objeto profesional de negocios dentro de la firma contribuyendo a la generación de renta total (13).

Decisiones típicas de portafolio de activos y pasivos en la empresa que involucran los aspectos financieros vienen dadas por:

Liquidar inventarios (sacrificar margen operativo) para hacerse de efectivo y evitarse costos financieros por endeudamiento o aporte de capital.

Cobrar intereses sobre créditos a los clientes.

Evitar la inmovilización en créditos fiscales.

Realizar inversiones financieras que pueden rendir más respecto de colocaciones en activos productivos.

Colocar el excedente financiero en efectivo en colocaciones que rinden interés.

Obtener crédito de los clientes (p. ej., ante devoluciones en lugar de devolver el efectivo se le deja abierto un crédito que eventualmente puede licuarse con la inflación; o pagos anticipados de clientes como en el caso de cargar tarjetas de teléfono o transporte).

Adquirir inventarios como forma de protección contra la inflación y de obtener mejores precios por volumen), que requiere como contraparte de financiamiento.

Financiarse con proveedores gratuitamente.

Esta lista representa solo un parcial de ejemplo de lo que potencialmente puede hacerse con el manejo de portafolio. No es trivial entonces el manejo de portafolio que se hace de los activos y pasivos de la firma, que en otro contexto quizá no tendría demasiada significancia. La adecuada medición e incorporación de la renta por "efecto portafolio" dentro del análisis de negocio le permite al quienes se

ocupan de finanzas corporativas contar con un elemento adicional de contribución en la gestión de negocios y le otorga mayor relevancia a su gestión.

El simple ejercicio de dividir las ganancias por el tipo de cambio promedio del período no las transforma automáticamente en ganancias en dólares, ya que no tiene en cuenta el "efecto portafolio" o ganancias y pérdidas de capital por la conformación y denominación de la estructura de activos y pasivos de la hoja de balance de la empresa. Es más, una ganancia del período puede transformarse en una pérdida por el inadecuado manejo de portafolio de la cartera de activos (long) y de pasivos (short) de la empresa.

En segundo lugar, el cálculo del impuesto a las ganancias es incorrecto, ya que grava ganancias nominales (cuando por ejemplo se muestra que la empresa tiene pérdidas y aun así paga impuesto a las ganancias dada la falta de ajuste por inflación), Este aspecto ya ha sido desarrollado en Dapena (2014), que muestra que la falta de ajuste por inflación implica un cálculo de impuesto a las ganancias sobre ganancias del período y sobre el patrimonio al inicio (que incluye ganancias de períodos anteriores) transformándose en un impuesto al capital, y gravando ganancias de períodos anteriores.

En tercer lugar, afecta la política de dividendos, provocando una eventual descapitalización de la empresa, ya que por ejemplo en el caso desarrollado la firma tiene ganancias nominales, pero pérdidas reales, lo que provoca que en caso de distribuir dividendos se esté en realidad realizando un rescate del capital (14).

Finalmente, la interpretación indirecta que el patrimonio neto es considerado un pasivo monetario y por ende no se reexpresa a valores de cierre, y que esta situación lleva a que se grave no solo las ganancias del período sino los aportes de capital y ganancias de períodos previos reinvertidas provoca un sesgo y un incentivo hacia el uso de deuda como fuente de financiamiento, ya que los aportes de capital y la reinversión de ganancias tributarán no solo en el período corriente sino en períodos futuros, más teniendo en cuenta que los intereses de deuda son deducibles del impuesto a las ganancias a nivel corporativo. Esta circunstancia, en un contexto donde la inflación presiona sobre la tasa de interés y con un mercado de crédito que no posee demasiada profundidad (medido en su relación al producto bruto) dificulta la puesta en marcha de decisiones de financiamiento.

Por ello el patrimonio neto debería considerarse como un pasivo no monetario para evitar distorsiones, en línea con lo sugerido por las normas contables respecto de la exposición de la información de la firma en moneda homogénea, la misma debiera considerar que el patrimonio neto se asocia a un pasivo no monetario, cuyo valor debiera ajustarse por el índice de precios, es decir refleja la inflación del período bajo consideración, con la utilización de un índice representativo que refleje la pérdida de poder adquisitivo o capacidad de consumo.

## V. Referencias

- BREALEY, R. — MYERS, S., "Principles of Corporate Finance", Mc Graw Hill, 1996.
- DAPENA, J. P., "Finanzas Corporativas: el 'efecto portafolio' en la gestión financiera de la empresa en contextos inflacionarios", Documento de trabajo 506. Serie de documentos de trabajo UCEMA, 2013.
- DAPENA, J. P. — VILLAVICENCIO, P., "Una aproximación al impacto del 'efecto portafolio' en los resultados de una muestra de empresas cotizantes", Documento de trabajo 530. Serie de documentos de trabajo UCEMA, 2013.
- DAPENA, J. P., "Un enfoque económico de los efectos de la inflación en las ganancias de capital para los estados contables y el impuesto a las ganancias", Documento de trabajo 538. Serie de documentos de trabajo UCEMA, 2014.
- DAPENA, J. P. — CORRADO, E., "Política de dividendos en contextos de inflación", Newsletter CEA | UCEMA, 2015.
- DAPENA, J. P. — CORRADO, E., "Cálculo de ganancias empresariales con ajuste por inflación o moneda extranjera: un enfoque desde las finanzas", Documento de trabajo 654. Serie de documentos de trabajo UCEMA, 2018.
- FORNERO, R., "Análisis financiero en condiciones de inflación", Versión digital, 2014.
- FORNERO, R., "Significación del efecto de la inflación en los estados contables en Argentina", Documento de trabajo, Universidad Nacional de Cuyo, 2014.
- MARKOWITZ, H., "Portfolio Selection. Journal of Finance", 1, vol. 7, 2014, ps. 77-91.

## ESTADO DE RESULTADOS

	en ar\$		en u\$s	
	30/06/2017	30/06/2018	30/06/2017	30/06/2018
Ventas		987.806.578		49.940.345
Costo de Ventas		-661.140.529		-33.425.153
<b>Ganancia Bruta</b>		<b>326.666.049</b>		<b>16.515.192</b>
Gastos de Comercialización		-27.066.736		-1.368.408
Gastos Generales		-251.095.130		-12.694.568
Amortizaciones		-2.168.225		-109.619
<b>Resultado Operativo</b>		<b>46.335.957</b>		<b>2.342.598</b>
Resultados Financieros		35.654.652		1.802.585
Otros Ingresos / Egresos		-13.110.857		-662.843
Pérdida por devaluación				<b>-7.175.970</b>
<b>Ganancia Antes de Impuesto a las Ganancias</b>		<b>68.879.752</b>		<b>-3.693.629</b>
Impuesto a las Ganancias		-24.227.398		-1.224.860
<b>Ganancia - Saldo Final</b>		<b>44.652.354</b>		<b>-4.918.489</b>

	en ar\$		en u\$s	
	30/06/2017	30/06/2018	30/06/2017	30/06/2018
<b>ACTIVO</b>				
Caja y Bancos	3.435.000	4.981.780	206.946	172.609
Créditos Por Ventas	134.447.000	207.444.584	8.099.949	7.187.539
Otros Créditos	50.264.000	41.584.108	3.028.225	1.440.806
Inventarios	104.286.000	136.954.941	6.282.857	4.745.214
<b>Total del Activo Corriente</b>	<b>292.432.000</b>	<b>390.965.414</b>	<b>17.617.978</b>	<b>13.546.167</b>
Bienes de Uso	13.099.103	17.408.328	789.174	603.164
Amortizacion Acumulada	-8.572.103	-10.740.328	-516.438	-372.131
<b>Total del Activo no Corriente</b>	<b>4.527.000</b>	<b>6.668.000</b>	<b>272.735</b>	<b>231.033</b>
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>296.959.000</b>	<b>397.633.414</b>	<b>17.890.713</b>	<b>13.777.200</b>
<b>PASIVO</b>				
Deudas Financieras	14.758.000	19.610.025	889.116	679.448
Cuentas por Pagar Comerciales	-8.622.000	14.095.370	-519.445	488.376
Remuneraciones y Cargas Sociales	7.515.000	12.447.802	452.752	431.291
Cargas Fiscales	15.721.000	32.200.623	947.134	1.115.687
Otras Deudas	10.450.000	11.826.676	629.575	409.771
<b>Total del Pasivo Corriente</b>	<b>39.822.000</b>	<b>90.180.496</b>	<b>2.399.132</b>	<b>3.124.573</b>
Deudas de Largo Plazo	0	12.998.847	0	450.384
<b>Total del Pasivo no Corriente</b>	<b>0</b>	<b>12.998.847</b>	<b>0</b>	<b>450.384</b>
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>39.822.000</b>	<b>103.179.343</b>	<b>2.399.132</b>	<b>3.574.957</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>257.137.000</b>	<b>294.454.071</b>	<b>15.491.581</b>	<b>10.202.243</b>
<b>TOTAL</b>	<b>296.959.000</b>	<b>397.633.414</b>	<b>17.890.713</b>	<b>13.777.200</b>
Control		-0		0

(1) Ver DAPENA (2014).

(2) Ver DAPENA y CORRADO (2015).

(3) Ver DAPENA (2013).

(4) La propuesta original procede de MARKOWITZ (1952 y 1959). Ver también por ejemplo textos estándares tales como MAGGIN et al (2007).

(5) Muchas empresas realizan confección de estados contables de gestión tomando como referencia monedas duras tales como el dólar estadounidense, lo que en la práctica es similar a expresar los estados contables en moneda homogénea ya que los niveles de pérdida de poder adquisitivo de dicha moneda son muy bajos (inflación en Estados Unidos).

(6) Se hace la mención que tanto los inmuebles como otro tipo de bienes tales como rodados pueden dar lugar a resultados por tenencia cuando su precio de mercado sube o baja de manera relativa al índice inflacionario tomado como referencia.

(7) Debe recordarse que los intereses por deudas se encuentran incorporados dentro del costo del capital y no forman parte del "efecto intereses" dentro de los resultados del portafolio de inversiones.

(8) De hecho existen empresas de electrodomésticos que gran parte de su renta proviene de los intereses que obtienen por los créditos que otorgan a los clientes, más allá de los márgenes operativos de ganancia.

(9) Las series se encuentran exhibidas en DAPENA y CORRADO (2018) Anexos I y II.

(10) En caso de empresas con componentes estacionales, se puede calcular mes por mes la variación patrimonial ajustada, en lugar de tomar un promedio que aplica más a empresas con ventas homogéneas a lo largo del año. Respecto de los dividendos, pueden reexpresarse tomando como referencia el momento

en el que se distribuyen.

(11) Vale la misma aclaración que en el apartado anterior, en caso de componentes estacionales de ganancias y de reparto de dividendos, se puede utilizar la cotización del dólar del momento en el que se producen. En este caso utilizar la cotización promedio anual del dólar significa que las variaciones se producen de manera homogénea en el año.

(12) En Anexo III se presenta la conversión a USD de los Estados Contables.

(13) Los aspectos que se reflejan pueden indicar que en contextos inflacionarios las actividades de intermediación financiera ganan espacio por sobre las actividades de producción y prestación de servicios.

(14) Este aspecto ha sido tratado en DAPENA y CORRADO (2015).

© Thomson Reuters