

El impacto de la inflación en el patrimonio y los resultados de las empresas

Del Valle, Fermín

Mella, Matías

Abstract: En el artículo se examinan los efectos en los estados financieros de las empresas bajo estudio, puestas en evidencia al realizarse el ajuste por inflación, ya que hacía más de quince años que existía su no aceptación por parte de los organismos de control, de la reexpresión de estos.

Introducción (*)

Uno de los primeros trabajos encarados por el Observatorio (1) ha sido el análisis de algunos efectos en los estados financieros de las empresas puestos en evidencia al realizarse el ajuste por inflación de dichos estados, por primera vez, después de más quince años de no presentarse estados contables con estas reexpresiones, en virtud de su no aceptación por parte de los organismos de control.

El análisis se realizó sobre nueve empresas, todas ellas componentes del Merval 2019 (2) y comprendió las siguientes cuestiones:

1) La identificación de las restricciones al análisis que se derivan de ciertas limitaciones de presentación o revelación en los estados financieros ajustados por inflación.

2) El impacto del ajuste por inflación en algunas cifras claves, comparando lo presentado en los estados financieros sin ajustar al 31 de diciembre de 2017 y las cifras ajustadas a esa misma fecha presentadas a efectos comparativos en los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 (3).

3) El impacto del ajuste por inflación en algunas ratios claves, comparando los valores que surgían de los estados financieros sin ajustar al 31 de diciembre de 2017, con los que surgen de los estados financieros ajustados al 31 de diciembre de 2017 (4).

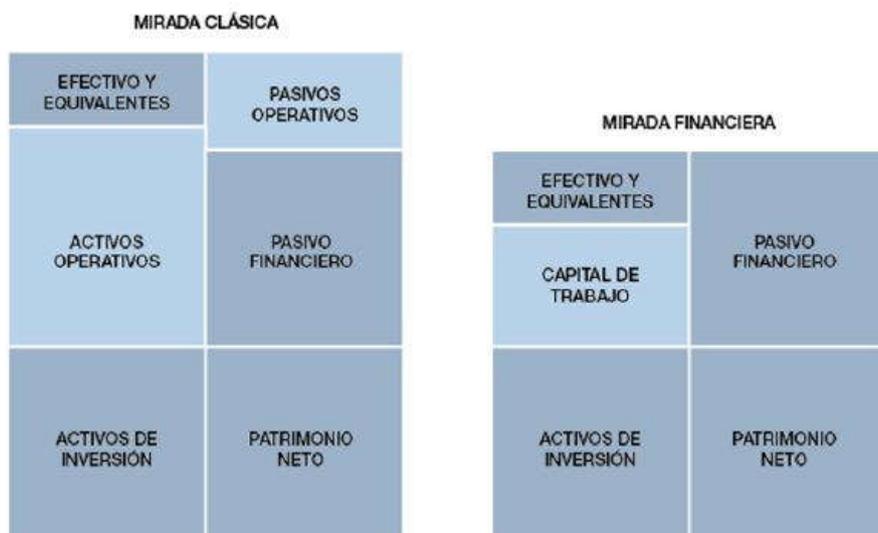
En 2) y 3), el análisis se realizó sobre las cifras correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017 por ser el único ejercicio para el cual se cuenta con información publicada, tanto en moneda ajustada (en la información presentada en forma comparativa con el ejercicio 2018) como sin ajustar (en la información presentada originalmente por el ejercicio 2017).

Adicionalmente, se aprovechó para realizar un análisis comparativo de las ratios que presentan estas empresas entre los estados financieros ajustados por inflación al 31 de diciembre de 2018 y los correspondientes estados también ajustados por inflación al 31 de diciembre de 2017.

I. Identificación de las limitaciones al análisis

Las dos primeras limitaciones identificadas se relacionan con las formas habituales de presentación y revelación en la Argentina, independientemente de computar o no el efecto de la inflación.

La primera se refiere a las dificultades para calcular lo que se denomina la "rentabilidad sobre los activos netos", índice conocido como RONA (return on net assets). Este índice se basa en lo que se suele llamar la "mirada financiera" de la estructura patrimonial, en la cual la igualdad patrimonial se plantea de la siguiente manera:



En muchos casos, los estados financieros de las empresas no exponen con suficiente detalle los resultados financieros, como para distinguir cuáles de ellos corresponden a costos de pasivos financieros y cuáles a costos de otros pasivos. Asimismo, muchas veces el nivel de descripción de "Otras deudas" no permite diferenciar claramente cuáles de ellas deben ser consideradas como pasivos financieros.

La segunda limitación se refiere a las dificultades para calcular el índice de plazo medio de pago de las deudas comerciales. La limitación radica fundamentalmente en la dificultad para identificar todos los gastos que las entidades contabilizan con contrapartida en deudas comerciales.

La siguiente limitación se produce como consecuencia de la aplicación del ajuste por inflación y la forma en la que la inmensa mayoría de las empresas presentan el resultado por la posición monetaria neta, o lo que las normas argentinas denominan "resultado por exposición a los cambios en el poder adquisitivo de la moneda" (RECPAM). Este resultado se presenta como un efecto neto, sin separar el resultado ocasionado por los activos del resultado derivado de los pasivos (5). Esto hace imposible determinar el resultado financiero del pasivo en términos reales. O sea, los estados contables muestran los resultados financieros del pasivo, pero no indican cuál es la cifra de impacto por inflación que ajusta dicho monto para expresarlo en términos reales, o sea, netos del efecto inflacionario.

En otras palabras, no es posible determinar el resultado financiero del pasivo en términos reales.

Esta es una limitación muy importante, ya que directamente impide calcular uno de los ratios más relevantes, el de la rentabilidad del activo, índice conocido como ROA (return on assets). También, por supuesto, impide calcular el índice de rentabilidad del activo neto (RONA) que, como ya mencionamos, presentaba dificultades para su cálculo por otras razones.

Estos ratios, a su vez, son los que permiten calcular el efecto palanca (leverage) y, por lo tanto, son índices relevantes para efectuar un análisis de rentabilidad.

La norma internacional de información financiera que trata el tema del ajuste por inflación (6) es muy básica y antigua y, en consecuencia, no prevé la obligación de abrir el efecto de la inflación sobre los activos y pasivos financieros. Sin embargo, no lo prohíbe. Por lo tanto, dada la importancia de estos ratios, se impone la rápida emisión de una norma local que obligue a revelar la apertura de los resultados financieros, distinguiendo los originados en los activos de los originados en los pasivos (7).

Finalmente, es necesario realizar un comentario sobre otra cifra relevante: el EBITDA. Esta es una cifra muy utilizada, para la cual no existen normas que indiquen cómo debe ser calculada.

La ya comentada falta de apertura del resultado por la posición monetaria neta impide, además, conocer los resultados financieros originados en los activos o pasivos operativos en términos reales. Para algunos, estos resultados financieros operativos deberían ser incluidos en el monto del EBITDA, dado su asociación con los resultados operativos. Sin embargo, por la limitación comentada, esto no es posible. Por esta razón, en este trabajo, a los efectos del cálculo del EBITDA hemos tenido que excluir todos los resultados financieros, tanto operativos como no operativos.

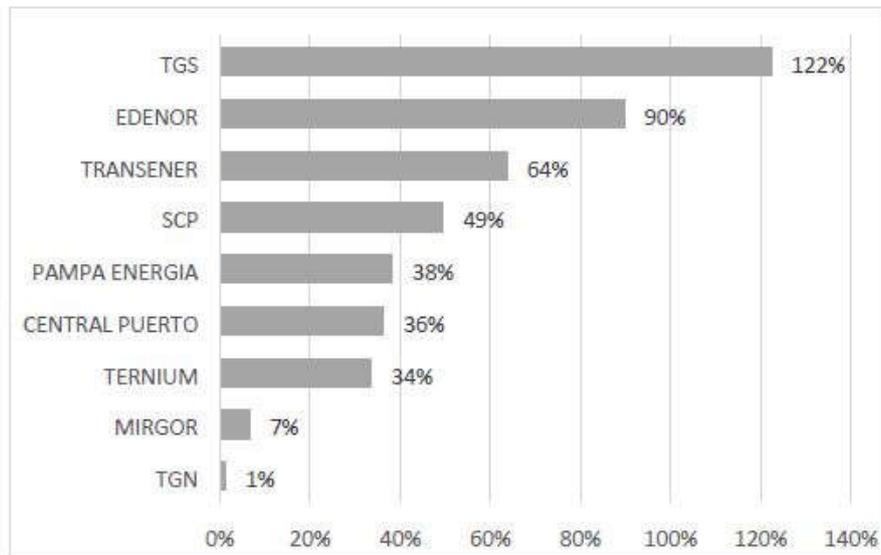
II. El impacto del ajuste en algunas cifras claves

A continuación, se presentan los efectos del ajuste por inflación que se ponen en evidencia al comparar las cifras no ajustadas presentadas en los estados financieros al 31 de diciembre de 2017, con las correspondientes a los estados financieros a esa misma fecha, pero en moneda homogénea, presentadas como información comparativa en los estados financieros al 31 de diciembre de 2018. A los efectos de la comparación, estas últimas cifras ajustadas, que aparecen presentadas en moneda de poder adquisitivo del 31 de diciembre de 2018, fueron reexpresadas a moneda de poder adquisitivo del 31 de diciembre de 2017.

De este modo se realizó una comparación entre las cifras efectivamente presentadas en su momento por el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2017 y las que se hubiesen presentado si el ajuste por inflación se hubiese practicado a esa fecha.

Impacto en el total del activo

Gráfico 1. Variación porcentual por compañía analizada del total de activo reexpresado a moneda ajustada al 31 de diciembre de 2017, en comparación con los valores no ajustados a dicha fecha



Tal como se ilustra en el Gráfico 1 existe una dispersión importante en la variación que experimentan los activos de las empresas analizadas al 31 de diciembre de 2017 como consecuencia de la reexpresión. El incremento máximo observado asciende a 122% mientras que se observan entidades cuya variación es cercana al 0%.

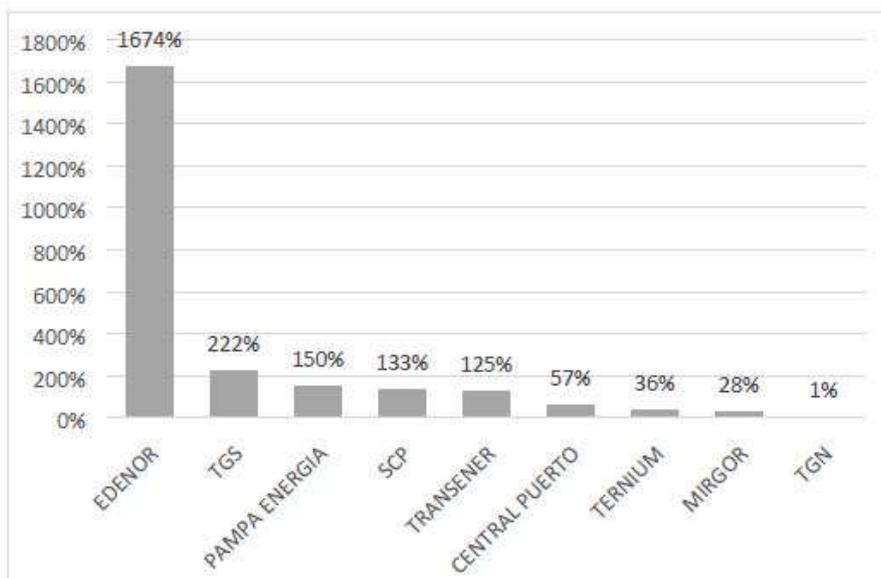
La variación depende fundamentalmente de la estructura de activos no monetarios que posee cada entidad y de su antigüedad; a entidades con mayor estructura de activos no monetarios antiguos, mayor variación es esperable de su activo total al ser reexpresado.

En el caso particular de Transportadora de Gas del Norte SA (TGN) el escaso impacto se explica, fundamentalmente, porque dicha entidad había registrado un revalúo de sus activos en los estados al 31 de diciembre de 2017 presentados en su momento; o sea, si bien esos estados financieros no estaban ajustados por inflación, incluían una revaluación de sus activos fijos. Esta revaluación quedó luego subsumida al realizarse el ajuste por inflación de estos estados financieros para presentarlos en forma comparativa con los correspondientes al ejercicio 2018.

Por su parte, en el caso de Mirgor, los activos no corrientes representan menos del 20% del total de sus activos.

Impacto en el total del patrimonio neto

Gráfico 2. Variación porcentual por compañía analizada del total de patrimonio neto reexpresado a moneda ajustada al 31 de diciembre de 2017, en comparación con los valores sin ajustar a dicha fecha



El impacto del ajuste por inflación en el patrimonio neto opera por tres vías: el ajuste del activo al inicio del primer ejercicio objeto de ajuste; la variación del resultado del ejercicio como consecuencia del

ajuste y la reexpresión de los aportes de capital; y distribuciones de dividendos del ejercicio.

De las tres fuentes de impacto, la más significativa en el primer ejercicio objeto de ajuste es la primera, o sea, el ajuste del activo al inicio.

Los pasivos de las entidades revisten en general el carácter de monetarios, se encuentran en todos los casos expresados en moneda de cierre, incluso en los estados financieros sin ajustar. Por lo tanto, el total de pasivos reexpresados y sin reexpresar solo difieren, en su caso, por las diferencias en el rubro "pasivo por impuesto diferido". Este rubro, si bien aún en los estados financieros sin ajustar, está expresado en moneda de cierre, su medición se basa en las diferencias entre las valuaciones contables y fiscales de los distintos rubros y, en consecuencia, debe ser recalculado a partir de las cifras reexpresadas.

Por lo tanto, la diferencia entre los ajustes de los activos y pasivos al inicio del primer ejercicio objeto del ajuste es generalmente positiva (prácticamente equivalente al ajuste de los activos) y aumenta el patrimonio neto y, en la medida en que supere al ajuste de las cuentas de capital, representará un aumento de los resultados acumulados. En consecuencia, la estructura de financiamiento, entre propio (patrimonio neto) y de terceros (pasivo) que presentaba cada entidad al momento de ese primer ajuste, tendrá incidencia en la magnitud de la variación del patrimonio neto como consecuencia del ajuste. Cuanto menor sea la proporción de patrimonio neto en la financiación antes del ajuste, mayor probabilidad que la reexpresión del activo genere un aumento proporcionalmente mayor en el patrimonio neto.

El caso de la Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte SA (Edenor) se destaca en este sentido respecto al resto de las entidades analizadas, dado que al comienzo del primer ejercicio objeto de ajuste (o sea, al 1 de enero de 2017) como sus pasivos representaban un 94,5% de sus activos a moneda sin reexpresar, la reexpresión de esos activos provocó una significativa variación en el patrimonio neto total.

Luego influirá también el impacto del ajuste por inflación en el resultado del ejercicio, ya que este resultado termina acumulado en el patrimonio neto.

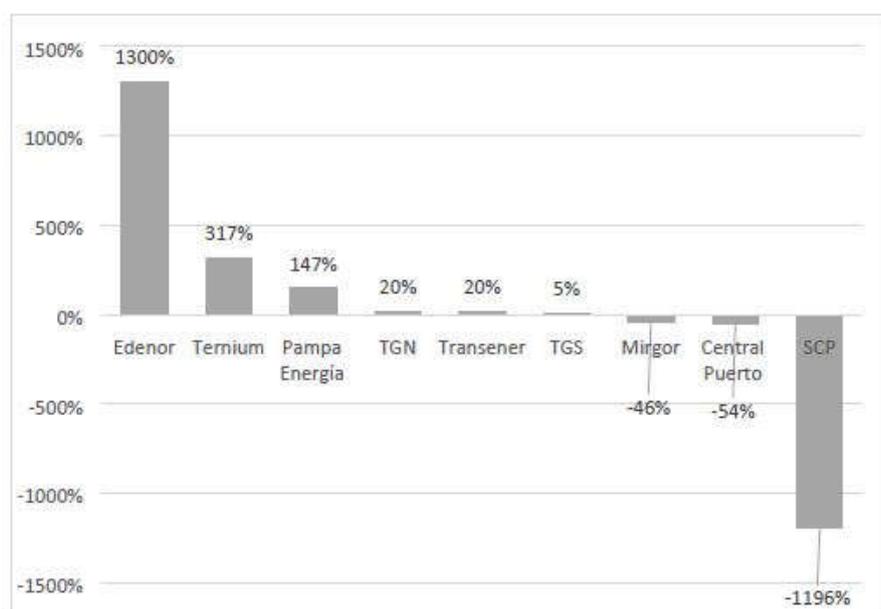
En el caso de Edenor, también el impacto en el resultado del ejercicio fue significativo y esto termina repercutiendo también en el patrimonio neto.

Finalmente, inciden los ajustes de los aportes que suman, y los ajustes de las distribuciones que restan (8).

En el otro extremo, la variación de solo 1% en el caso de Transportadora de Gas del Norte SA (TGN) se debe a que, como se mencionó antes, esta empresa había registrado un revalúo de activos en sus estados contables sin ajustar al 31 de diciembre de 2017. De este modo, la mayor parte del ajuste por inflación de los activos al inicio de ese ejercicio ya había sido considerada a través de esa revaluación, que luego quedó subsumida en la reexpresión.

El impacto en los resultados acumulados

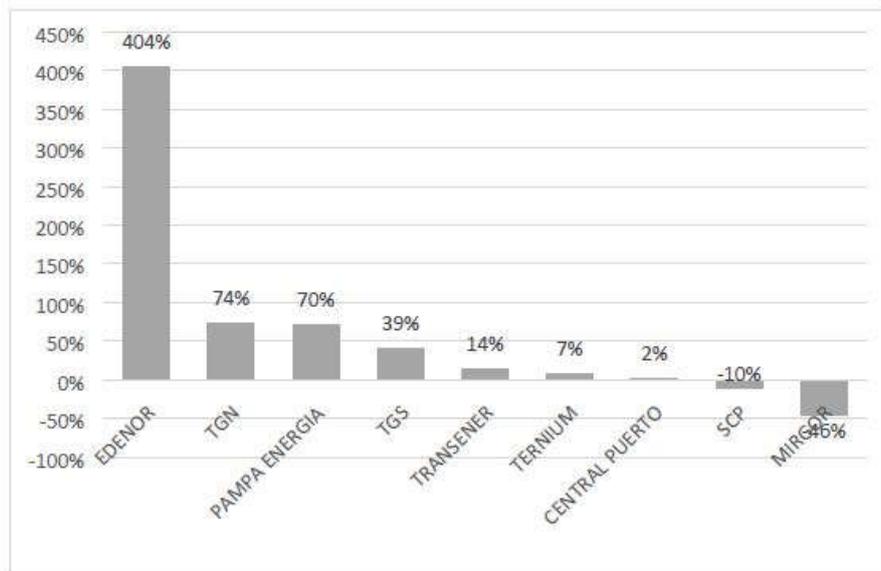
Gráfico 3. Variación porcentual por compañía analizada del total de resultados acumulados al 31 de diciembre de 2017 a moneda ajustada, en comparación con los valores sin ajustar a dicha fecha



En seis de las nueve empresas analizadas, el ajuste por inflación significó un incremento de los resultados acumulados al 31 de diciembre de 2017, en comparación con los resultados acumulados que arrojaban los estados financieros sin ajustar a esa fecha. En las tres empresas restantes, la homogeneización de la moneda implicó una disminución de los resultados acumulados. En ambos casos se observa una importante dispersión en los valores porcentuales de variación.

El impacto en el resultado neto del ejercicio

Gráfico 4. Variación porcentual por compañía analizada del total de resultado neto del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017 a moneda ajustada, en comparación con los valores sin ajustar a dicha fecha



De las nueve compañías analizadas, solo una presentó pérdida tanto en moneda ajustada como en moneda sin ajustar. Las ocho compañías restantes presentaron en ambos casos ganancias. Asimismo, solamente en dos compañías el ajuste por inflación provocó una disminución del resultado; en todos los demás casos el ajuste los aumentó.

Como veremos en la sección siguiente, solo dos compañías han presentado en sus estados financieros ajustados al 31 de diciembre de 2017 una pérdida por la posición monetaria neta. Una de ellas coincide con una de las empresas que tuvo una disminución en su resultado como consecuencia del ajuste. Esto significa que en el caso de la otra entidad con posición monetaria neta negativa, el resultado ajustado igualmente resultó levemente superior al resultado sin ajustar.

La diferencia entre el resultado en moneda sin ajustar y el resultado en moneda ajustada por inflación se debe a cuatro factores: el resultado por la posición monetaria; la diferencia en las amortizaciones y depreciaciones; la diferencia entre el monto ajustado y sin ajustar de las operaciones que no representan un resultado y que implican un débito o crédito a una cuenta monetaria con contrapartida en una cuenta no monetaria (por ejemplo, adquisición de activos fijos, aportes de capital, pago de dividendos, etc.); y las diferencias en los inventarios iniciales y finales de bienes de cambio.

El signo del resultado por la posición monetaria dependerá de la estructura patrimonial de cada entidad.

Al igual que como concluíamos en los Gráficos 1 y 2, la variación en las estructuras de activos, pasivos y patrimonio tanto en magnitud como en su clasificación de monetarios o no monetarios, provoca que el resultado por exposición monetaria impacte en forma diversa a cada una de las entidades analizadas. Entidades con una estructura de pasivos monetarios netos devengarán una ganancia por la posición monetaria, en tanto que compañías con estructuras de activos monetarios netos generarán una pérdida.

La diferencia en las amortizaciones y depreciaciones siempre implica una mayor pérdida en las cifras reexpresadas. Los otros factores pueden tener un efecto neto positivo o negativo, según el caso.

En el caso de Edenor, que es el que presenta la mayor variación porcentual entre el resultado sin ajustar y el resultado ajustado por el ejercicio 2017, se conjugan, por un lado, un elevado financiamiento con capital de terceros, que ocasionó el surgimiento de una significativa ganancia como resultado por su

posición monetaria, un efecto proporcionalmente menor en la diferencia de amortizaciones y depreciaciones; y un resultado del ejercicio 2017 sin ajustar relativamente bajo.

Por lo que se comentó precedentemente en esta sección, puede decirse que la mayoría de las compañías analizadas mantuvieron una estructura patrimonial y plantearon sus operaciones de una manera que les permitió sacar ventaja de la situación inflacionaria.

El monto del resultado por la posición monetaria neta (PMN)

Si analizamos el monto del resultado por la posición monetaria neta (PMN) para las nueve empresas analizadas, surge lo siguiente:

Cuadro 1. Comparación de los resultados de las posiciones monetarias obtenidas en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2018, en comparación con los obtenidos en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017 (miles de pesos)

Ejercicio finalizado el 31/12/18	Ejercicio finalizado el 31 /12/17
Los resultados varían entre una ganancia de 23.696 millones de pesos y una pérdida de 4036 millones de pesos.	Los resultados varían entre una ganancia de 11.478 millones de pesos y una pérdida de 480 millones de pesos.
Para siete empresas la PMN representa una ganancia, en tanto que sólo para dos empresas representa una pérdida.	Para siete empresas la PMN representa una ganancia, en tanto que sólo para dos empresas representa una pérdida.
Una sola de las empresas que tienen PMN negativa coincide en ambos ejercicios.	

	Resultado PMN 2017	Resultado PMN 2018	Var
PAMPA ENERGÍA	11.478.000	23.696.000	↑
TERNIUM	3.553.374	6.801.756	↑
EDENOR	5.505.073	8.503.862	↑
MIRGOR	(480.629)	1.608.711	↑
TGS	465.975	1.206.195	↑
SCP	251.319	478.430	↑
TGN	719.115	589.275	↓
TRANSENER	290.151	(684.236)	↓
CENTRAL PUERTO	(151.904)	(4.036.196)	↓

III. El impacto del ajuste por inflación en las ratios

Se presentan, a continuación, los efectos del ajuste por inflación en las ratios, comparando los que surgían de los estados financieros presentados al 31 de diciembre de 2017 y los que surgen de la información a esa misma fecha presentada como información comparativa en los estados financieros al 31 de diciembre de 2018.

Los ratios analizadas son:

Relacionados con la rentabilidad:

- La rentabilidad del patrimonio neto o de los accionistas, conocida como ROE (return on equity).
- El margen bruto.

Por las limitaciones comentadas, no se han calculado la rentabilidad del activo (ROA) y la rentabilidad del activo neto (RONA).

Relacionados con el capital de trabajo y la estructura de activos:

- Días de ventas en la calle.
- Rotación de los inventarios.
- Inmovilización del activo.

Por las limitaciones comentadas no se ha calculado el plazo medio de pago de las deudas comerciales.

Relacionados con la supervivencia:

- Liquidez.
- Endeudamiento.

En el Anexo II se presentan las fórmulas utilizadas para el cálculo de estas ratios.

Impacto de la inflación en el cálculo de las ratios sobre cifras al 31 de diciembre de 2017

Cuadro 2. Comparación de ratios obtenidos con cifras nominales al 31 de diciembre de 2017

versus ratios obtenidos con cifras al 31 de diciembre de 2017 ajustadas al poder adquisitivo al 31 de diciembre de 2017

	Mirgor			Soc. Com. Del Plata			Ternium		
	Nominal	Ajustado	Var	Nominal	Ajustado	Var	Nominal	Ajustado	Var
ROE	53,0%	17,3%	↓	-9,7%	-5,6%	↑	19,4%	12,7%	↓
Margen bruto	18,8%	21,9%	↑	13,8%	5,7%	↓	24,3%	15,4%	↓
Días en la calle créditos	82,41	82,41	→	45,38	40,94	↓	14,28	12,96	↓
Rotación inventarios	67,43	60,05	↓	76,05	68,21	↓	149,73	135,86	↓
Inmovilización de activos	12,7%	16,8%	↑	48,4%	64,8%	↑	61,7%	69,4%	↑
Liquidez	114,5%	116,3%	↑	98,3%	100,6%	↑	146,6%	156,5%	↑
Endeudamiento	76,3%	71,6%	↓	66,4%	47,7%	↓	30,8%	29,7%	↓

	Pampa Energia			Central Puerto			Transener		
	Nominal	Ajustado	Var	Nominal	Ajustado	Var	Nominal	Ajustado	Var
ROE	40,3%	23,5%	↓	67,8%	38,5%	↓	364,2%	66,2%	↓
Margen bruto	31,6%	27,6%	↓	54,0%	46,1%	↓	65,3%	57,3%	↓
Días en la calle créditos	144,92	103,98	↓	328,63	299,69	↓	68,18	62,24	↓
Rotación inventarios	24,66	26,24	↑	14,68	13,66	↓	nd (*)	34,62	
Inmovilización de activos	52,7%	65,4%	↑	66,0%	73,4%	↑	34,7%	60,1%	↑
Liquidez	123,2%	125,1%	↑	98,2%	98,6%	↑	213,0%	213,3%	↑
Endeudamiento	80,7%	65,2%	↓	56,9%	50,4%	↓	59,0%	43,6%	↓

	Edenor			TGS			TGN		
	Nominal	Ajustado	Var	Nominal	Ajustado	Var	Nominal	Ajustado	Var
ROE	188,5%	22,4%	↓	110,6%	29,5%	↓	1506,9%	27,8%	↓
Margen bruto	27,5%	24,1%	↓	46,7%	40,2%	↓	56,2%	39,2%	↓
Días en la calle créditos	70,38	63,87	↓	50,16	45,46	↓	181,41	165,78	↓
Rotación inventarios	8,10	7,89	↓	5,93	5,62	↓	29,05	41,22	↑
Inmovilización de activos	63,4%	80,6%	↑	47,7%	76,4%	↑	93,5%	93,4%	↓
Liquidez	74,0%	74,0%	→	155,0%	154,0%	↓	209,5%	214,9%	↑
Endeudamiento	95,8%	60,8%	↓	61,1%	43,6%	↓	40,0%	39,8%	↓

Referencias:

[*] La entidad Compañía de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión Transener S.A. no expone rubro "Inventarios" en su Estado de Situación Financiera al 31 de diciembre de 2017 aunque si lo presenta en su Estado de Situación Financiera al 31 de diciembre de 2018 comparativo con el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2017.

Como se ve, el impacto del ajuste por inflación en el cálculo del ROE es muy relevante. Las tasas de rentabilidad sobre cifras ajustadas se reducen en casi todos los casos y en algunos de manera muy significativa. La única excepción es la compañía que presenta pérdidas en ambos ejercicios, para la cual la tasa de rentabilidad negativa se reduce. En todos los demás casos, a pesar de haber habido un aumento en las ganancias ajustadas respecto de las ganancias sin ajustar, el incremento de los patrimonios netos es proporcionalmente mayor y eso lleva a la reducción de las tasas de rentabilidad que, dicho sea de paso, se colocan en porcentajes más razonables.

Salvo un caso, en todos los demás los márgenes brutos ajustados son inferiores a los que presentaban los estados financieros sin ajustar.

Por la manera en que se calcula la ratio de días en la calle, este debería, en general, ser inferior, cuando se lo calcula sobre cifras ajustadas.

En el caso de la rotación de inventarios, la ratio calculada sobre cifras ajustadas también debería tender a ser inferior (mayor rotación) ya que, en general, el ajuste de los inventarios en existencia al cierre

debería propender a ser inferior que el ajuste del costo de ventas del ejercicio. La excepción se producirá cuando se tengan inventarios de larga data, de manera que estos terminen teniendo una antigüedad promedio superior a la antigüedad promedio del costo de ventas.

Por su parte, la ratio de inmovilización de activos debería tender a ser superior en el caso de calcularlo sobre cifras ajustadas, ya que en general son los activos no corrientes los que tienen un ajuste mayor. En este caso, claramente el índice calculado sobre cifras ajustadas resulta más razonable, ya que compara montos expresados en moneda del mismo poder adquisitivo, y por lo tanto comparables.

En el caso de endeudamiento, la ratio tiende a ser inferior al trabajar con cifras ajustadas por efecto de la reexpresión del patrimonio. También en este caso la ratio sobre cifras ajustadas resulta más razonable tal como se mencionó para la ratio de inmovilización.

Evolución de las ratios calculados sobre información presentada en moneda homogénea

Cuadro 3. Comparación de ratios obtenidos con cifras ajustadas al 31 de diciembre de 2018 y 31 de diciembre de 2017

	Mirgor			Soc. Com. Del Plata			Ternium		
	2017	2018	Var	2017	2018	Var	2017	2018	Var
ROE	17,3%	-1,7%	↓	-5,6%	80,4%	↑	12,7%	18,1%	↑
Margen bruto	21,9%	26,9%	↑	5,7%	3,6%	↓	15,4%	23,9%	↑
Días en la calle créditos	82,41	53,36	↓	40,94	65,27	↑	12,96	17,44	↑
Rotación inventarios	60,05	121,27	↑	68,21	71,45	↑	135,86	167,47	↑
Inmovilización de activos	16,8%	16,0%	↓	64,8%	76,5%	↑	69,4%	72,0%	↑
Liquidez	116,3%	113,5%	↓	100,6%	115,3%	↑	156,5%	205,5%	↑
Endeudamiento	71,6%	74,1%	↑	47,7%	37,8%	↓	29,7%	19,1%	↓

	Pampa Energía			Central Puerto			Transener		
	2017	2018	Var	2017	2018	Var	2017	2018	Var
ROE	23,5%	14,6%	↓	38,5%	100,9%	↑	66,2%	31,8%	↓
Margen bruto	27,6%	32,6%	↑	46,1%	54,5%	↑	57,8%	59,0%	↑
Días en la calle créditos	103,98	72,59	↓	299,69	576,24	↑	62,24	51,37	↓
Rotación inventarios	26,24	25,44	↓	13,66	12,43	↓	34,62	39,11	↑
Inmovilización de activos	65,4%	73,2%	↑	73,4%	76,4%	↑	60,1%	63,2%	↑
Liquidez	125,1%	128,6%	↑	98,6%	120,2%	↑	213,3%	257,4%	↑
Endeudamiento	65,2%	68,3%	↑	50,4%	42,5%	↓	43,6%	41,8%	↓

	Edenor			TGS			TGN		
	2017	2018	Var	2017	2018	Var	2017	2018	Var
ROE	22,4%	15,5%	↓	29,5%	45,2%	↑	27,8%	16,5%	↓
Margen bruto	24,1%	23,5%	↓	40,2%	52,5%	↑	39,2%	49,3%	↑
Días en la calle créditos	63,87	40,91	↓	45,46	27,58	↓	165,78	118,03	↓
Rotación inventarios	7,89	10,75	↑	5,62	8,12	↑	41,22	33,58	↓
Inmovilización de activos	80,6%	82,2%	↑	76,4%	62,6%	↓	93,4%	85,0%	↓
Liquidez	74,0%	65,3%	↓	154,0%	324,1%	↑	214,9%	108,9%	↓
Endeudamiento	60,8%	59,8%	↓	43,6%	50,0%	↑	39,8%	37,2%	↓

Este Cuadro 3 ya no tiene como objetivo mostrar efectos del ajuste por inflación, sino que directamente se muestra la evolución que han tenido las ratios de un año a otro, contemplando en ambos casos el efecto de la inflación en los estados financieros.

El impacto del ajuste por inflación en el EBITDA sobre ingresos de actividades ordinarias

Si se comparan los montos de EBITDA sobre ingresos de actividades ordinarias calculados sobre los estados financieros presentados al 31 de diciembre de 2017, sin ajustar, con los calculados sobre los estados contables a la misma fecha, presentados en moneda ajustada, como información comparativa al 31 de diciembre de 2018, se observan las siguientes variaciones.

Cuadro 4. Comparación de EBITDA sobre ingresos de actividades ordinarias obtenido con cifras nominales al 31 de diciembre de 2017 versus EBITDA sobre ingresos de actividades ordinarias obtenido con cifras al 31 de diciembre de 2017 ajustadas al poder adquisitivo al 31 de diciembre de

2017

	2017 Nominal	2017 Ajustado	Var
Central Puerto	77,9%	80,4%	↑
TGN	45,8%	45,8%	↑
TGS	41,4%	41,3%	↓
Transener	57,7%	57,5%	↓
Mirgor	8,2%	7,7%	↓
Edenor	12,0%	11,4%	↓
Pampa Energía	31,1%	27,3%	↓
Ternium	24,5%	19,9%	↓
SCP	-3,9%	-11,7%	↓

Resulta interesante observar que, en varias de las empresas, el impacto del ajuste en el cálculo del EBITDA sobre ingresos de actividades ordinarias no es significativo.

Por su parte, si se comparan los montos de EBITDA sobre ingresos de actividades ordinarias calculados sobre los estados financieros presentados al 31 de diciembre de 2018 ajustados con los calculados sobre los estados contables presentados al 31 de diciembre de 2017 también ajustados, se observan las siguientes variaciones.

Cuadro 5. Comparación de EBITDA sobre ingresos de actividades ordinarias obtenidos con cifras ajustadas al 31 de diciembre de 2018 y 31 de diciembre de 2017

	2017 Ajustado	2018 Ajustado	Var
Central Puerto	80,4%	233,7%	↑
SCP	-11,7%	117,8%	↑
TGN	45,8%	64,4%	↑

	2017 Ajustado	2018 Ajustado	Var
Ternium	19,9%	30,5%	↑
TGS	41,3%	48,4%	↑
Pampa Energía	27,3%	33,7%	↑
Transener	57,5%	61,8%	↑
Edenor	11,4%	11,6%	↑
Mirgor	7,7%	-3,7%	↓

Considerando que no existe ninguna norma contable que determine la composición del EBITDA, en el Anexo II presentamos los lineamientos que hemos utilizado en el presente trabajo.

IV. Conclusiones

En un contexto inflacionario como el que vive la Argentina, la información que no contempla el efecto de la inflación resulta distorsionada y carece de utilidad.

Cuando el poder adquisitivo de la moneda se modifica constantemente, utilizar una unidad de medida homogénea es por lo tanto imprescindible.

La información ajustada por inflación que las entidades han comenzado a producir es indiscutiblemente de mejor calidad que la que producían cuando los organismos de control no aceptaban estados financieros en moneda homogénea.

El análisis e interpretación de estados financieros reexpresados requiere, no obstante, cierto nivel de preparación. Quienes no están familiarizados con los efectos en los estados financieros que han computado una inflación significativa, es probable que tengan dificultades para trabajar con información

reexpresada.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que basar el análisis en información no reexpresada y, por lo tanto, distorsionada, puede llevar a conclusiones erróneas.

Los principales efectos de la no consideración de la inflación en los estados financieros son:

- La subvaluación de activos medidos al costo histórico.
- La subvaluación de las desvalorizaciones reconocidas cuando el costo histórico es superior a su valor recuperable.
- La subvaluación del capital contribuido por los propietarios.
- La incorrecta medición del resultado del ejercicio al omitir las ganancias y pérdidas por exposición a la inflación (el denominado RECPAM o resultado por la posición monetaria).
- La distorsión en la presentación del resultado, debido a la comparación de partidas expresadas en moneda de distinto poder adquisitivo; en particular, aquella que se presenta en la medición de los resultados financieros, que son expresados en términos nominales en lugar de ser determinados en términos reales.

Como se vio en el caso de las empresas analizadas, el grado de distorsión depende de la estructura patrimonial de cada entidad, tanto en lo que se refiere a la naturaleza monetaria o no monetaria de los activos, como a su antigüedad.

Reconocer el RECPAM es fundamental, pero es igualmente importante exponer su composición. Al menos es esencial distinguir entre el resultado originado por los activos y por los pasivos. Las normas contables argentinas y las disposiciones del órgano de control debieran establecer este requerimiento, que las normas internacionales de información financiera no contemplan, pero que tampoco prohíben.

En otras palabras, los resultados financieros deberían presentarse con el debido nivel de desagregación y debería ser posible su determinación en términos reales. Esto, además, resulta necesario para poder calcular ratios relevantes para analizar la rentabilidad, como lo son el ROA y el RONA.

Más aún, las entidades, más allá de los requerimientos locales y sin apartarse de las normas internacionales, deberían tomar los recaudos para brindar información suficiente para que los usuarios de los estados financieros puedan realizar sus análisis de manera similar a como los harían en un contexto no inflacionario. Ello incluye permitir el adecuado cálculo del EBITDA.

Si en un contexto inflacionario la información reexpresada, como mencionamos, es claramente más razonable que aquella no reexpresada, los ratios calculados sobre información en moneda homogénea resultarán más razonables que los determinados sobre información distorsionada por la falta del ajuste.

Así como fue necesario un proceso de aprendizaje en las entidades emisoras para poder preparar información expresada en términos de moneda de poder adquisitivo homogéneo, también resulta necesario un aprendizaje y acostumbramiento por parte de los usuarios y analistas de la información, para adquirir real conciencia de lo que implica el proceso de la corrección de la unidad de medida y estar en condiciones de analizar e interpretar correctamente la información reexpresada.

V. Anexo I. Glosario abreviación entidades analizadas

A continuación, detallamos las razones sociales de las entidades que fueron analizadas indicando la abreviación que fue utilizada en cada uno de los gráficos y cuadros presentados:

Razón Social	Abreviación
Central Puerto S.A.	CENTRAL PUERTO
Compañía de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión S.A.	TRANSENER
Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A.	EDENOR
Mirgor S.A.C.I.F.I.A.	MIRGOR
Pampa Energía S.A.	PAMPA ENERGIA
Sociedad Comercial del Plata S.A.	SCP
Ternium Argentina S.A.	TERNIUM
Transportadora de Gas del Norte S.A.	TGN
Transportadora de Gas del Sur S.A.	TGS

VI. Anexo II. Detalle ratios analizadas

A continuación, indicamos las fórmulas utilizadas para cada uno de los ratios que fueron analizados incluyendo el EBITDA:

Return on Equity (ROE):

$$ROE_1 = \frac{RN_1}{PN_0}$$

ROE_1 : Return on equity ejercicio analizado.

RN_1 : Resultado neto ejercicio analizado.

PN_0 : Patrimonio neto ejercicio inmediato anterior al analizado.

Margen bruto:

$$MB_1 = \frac{V_1 - CV_1}{V_1}$$

MB_1 : Margen Bruto ejercicio analizado.

V_1 : Ventas ejercicio analizado.

CV_1 : Costo de Ventas ejercicio analizado.

Días en la calle créditos:

$$\text{Días en la calle créditos} = \frac{\text{Cuentas por cobrar comerciales} / 1,21}{\text{Ingresos por actividades ordinarias} / 365}$$

Para el caso de Mirgor, Pampa Energía y Centra Puerto se han considerado Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar tal como lo exponen dichas entidades en sus estados de situación patrimonial consolidado.

Rotación inventarios:

$$\text{Rotación inventarios} = \frac{\text{Inventarios}}{\text{Costo de ventas} / 365}$$

Inmovilización de activos:

ANC = activo no corriente

A = total de activos

Liquidez:

$$\text{Liquidez} = \frac{AC}{PC}$$

AC = total de activo corriente

PC = total de pasivo corriente

Endeudamiento:

$$\text{Endeudamiento} = \frac{P}{PN}$$

P = total de pasivo

PN = total de patrimonio neto

EBITDA:

*EBITDA = Resultado neto del ejercicio correspondiente a operaciones continuadas y discontinuadas
- ingresos financieros + Costos financieros - Otros ingresos financieros, netos
+/- Resultado por posición monetaria neta +/- Impuesto a las ganancias del ejercicio
+ Depreciaciones de Propiedades, Planta y Equipo del ejercicio
+ Amortizaciones de Activos Intangibles*

(*) Los autores son profesores de la Carrera de Contador Público de la Universidad de San Andrés y para la realización de este trabajo han contado con la colaboración del profesor Pablo Sciolla, también profesor de la Carrera, y de los siguientes alumnos de dicha carrera: María Paula Constantin, Marco Cucchiara, Pedro Baltazar Garcia Gili, Pilar Agustina López, Maria Paula Olmedo, Nicolás Damian Parisi y Miranda Valentini.

(1) En el ámbito de la Carrera de Contador Público de la Universidad de San Andrés se ha creado un Observatorio del Mercado de Capitales de Argentina. Su objetivo es analizar aspectos relevantes de lo que ocurre en ese mercado, con especial foco en los reportes corporativos de las empresas que hacen oferta pública de sus títulos valores, tanto de capital como de deuda.

(2) De las veinte entidades componentes del Índice Merval en el primer semestre de 2019, se excluyeron: a) las entidades financieras, por cuanto estas entidades no aplican todavía el ajuste por inflación; b) las entidades que utilizan una moneda funcional distinta del peso, ya que ellas tampoco aplican el ajuste por inflación; c) una entidad que tuvo una importante reestructuración; d) BYMA y Grupo Financiero Valores por sus particulares características; e) entidades cuyo cierre de ejercicio económico es distinto de diciembre, por cuanto no aplicaron el ajuste por inflación en sus últimos estados financieros anuales publicados a la fecha de realización de este trabajo.

(3) Las cifras ajustadas al 31 de diciembre de 2017 se presentan a efectos comparativos en moneda del 31 de diciembre de 2018. A los efectos del análisis estas cifras se reexpresaron a moneda homogénea del 31 de diciembre de 2017.

(4) Las cifras ajustadas al 31 de diciembre de 2017 se presentan a efectos comparativos a moneda del 31 de diciembre de 2018. A los efectos del cálculo de ratios estas cifras se reexpresaron a moneda homogénea del 31 de diciembre de 2017.

(5) Esto es lo que ocurre en el caso de las nueve empresas analizadas.

(6) La NIC 29 (o IAS 29, según su sigla en inglés).

(7) El requerimiento de separar los resultados financieros del activo de los resultados financieros del pasivo estaba incluido en las Normas de la Comisión Nacional de Valores, NT2001. Sin embargo, al adoptarse las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en el año 2013, este requerimiento desapareció para las entidades obligadas a aplicar las NIIF, quedando vigente, sin embargo, para las entidades no obligadas a aplicar las NIIF. Se impondría por lo tanto su reincorporación para que sea un requerimiento para todas las entidades bajo supervisión de la CNV, teniendo en cuenta que la incorporación de tal requerimiento no implica un apartamiento de las NIIF.

© Thomson Reuters