

PROCEDIMIENTOS PARA LA FORMACION DEL FLUJO OPERATIVO DE FONDOS DE UN PROYECTO DE INVERSION

por RICARDO AGUSTIN FORNERO
Investigador del Departamento
de Disciplinas Administrati-
vas, de la Facultad de Cien-
cias Económicas de la U.N. de
Cuyo.

1. Los dos procedimientos utilizables

La formación del flujo de fondos de un proyecto de inversión implica medir los movimientos de fondos asignables a tal proyecto ubicando los mismos en determinados momentos previamente seleccionados en el eje temporal. Esto significa que, a partir de la selección de los periodos en que quedará dividida la duración total de la inversión, para los fines de su análisis, el flujo se formará considerando los movimientos de fondos previstos para cada uno de los periodos, mediante la atribución a un determinado momento de cada periodo, de la totalidad de los movimientos que se producen durante el mismo. Esta simultaneidad supuesta de los componentes del flujo, torna muy importante la selección del periodo de análisis, tanto en su extensión cuanto en la ubicación temporal relativa de los sucesivos periodos en el eje mencionado.

En otro orden, el flujo de fondos definido por periodo que caracterizará a un determinado proyecto de inversión, puede descomponerse en dos categorías de flujos:

1) flujo derivado de las operaciones del proyecto, o flujo operativo de fondos, asociado al comportamiento de las operaciones que corresponden a la inversión analizada; se en-

tiende por operaciones todos aquellos aspectos que hacen a la gestión corriente proyectada de la inversión, y que habitualmente se asocian a los aspectos de producción y comercialización en el marco de una estructura financiera, de producción y de comercialización determinada.

2) flujo resultante de los movimientos que se proyectan, con motivo del proyecto, en la estructura financiera, de producción y de comercialización de la institución que analiza la inversión. Este flujo incluye las modificaciones de los activos fijos y asimilables que requiere el proyecto, y los movimientos financieros derivados del mismo (movimientos de las fuentes de fondos externos y sus devoluciones cuando corresponde).

La suma de ambos componentes indicará el flujo total de fondos atribuible al proyecto de inversión bajo estudio. Habitualmente, este flujo total (y, por ende, aquellos componentes) se mide en términos incrementales respecto de la situación que resultaría de la evolución del flujo de fondos esperado de la institución que examina el proyecto, si el mismo no se realiza.

La medida del flujo indicado en el punto (1) anterior es el objeto de la presente exposición. En tal sentido, identificada una estructura de períodos para la medición del flujo total del proyecto de inversión, corresponde plantear una segunda selección concerniente al procedimiento a utilizar para la formación del flujo de fondos operativo así delimitado. Los dos procedimientos básicos para tal cometido son (1):

- (a) formulación de estados proyectados,
- (b) determinación del movimiento de efectivo.

Al utilizar estados proyectados, se sigue un criterio contable de formulación, con base en la realización de los ingresos y el devengamiento de los costos. Esto implica que el movimiento de fondos que puede inferirse a partir de tales estados proyectados requiere determinadas correcciones a fin de representar adecuadamente el movimiento de efectivo originado en el proyecto. En efecto, la finalidad del análisis estriba en determinar los movimientos de efectivo en cada período y a lo

(1) Respecto a la mecánica de trabajo y su significado, *Vid.*, HUNT, Pearson, WILLIAMS, Charles y DONALDSON, Gordon, *Financiación básica de los negocios*, trad. de M. Fernández C. (México, UTEHA, 1964), cap. 9.

largo de la duración total de la inversión, y así deben ajustarse las diferencias que existen entre la medición de tal movimiento con criterio contable, y el efectivo movimiento que puede identificarse. Por el contrario, si se parte directamente de las estimaciones de ingresos y egresos de efectivo, se obtendrá el movimiento buscado sin necesidad de considerar ajustes adicionales. No obstante, con tal proceder no se obtiene información respecto a la situación patrimonial y de resultados en cada período del proyecto, lo cual requerirá determinados ajustes a introducir en ocasión de realizar el control de la implementación del proyecto. Debe recordarse que en el proceso de implementación, la recopilación y el análisis de la información se produce a través del sistema contable, y por ello puede resultar conveniente contar con una descripción del proyecto en sus aspectos económicos y financieros que sea compatible con aquella expresión. (2)

1º) Las diferencias de valuación del flujo de fondos que introducen la necesidad de realizar ajustes en el análisis por medio de estados proyectados, tienen su origen en determinados hechos atribuibles al proyecto que de ningún modo pueden ignorarse en el caso de utilizar una estimación directa del movimiento de efectivo. Existen dos niveles de ajustes que es preciso considerar, a fin de adecuar los resultados que se extraen de los estados proyectados, con el requerimiento de determinación del flujo del proyecto. Ambos derivan del hecho consistente en estimar el flujo operativo del proyecto, o flujo de fondos provenientes de las operaciones que configuran la marcha de la inversión, a partir del resultado por período que se determina en los estados de resultados proyectados. Es decir, cuando se trabaja con el procedimiento de proyección de estados contables, se considera que:

Fondos provenientes de las operaciones =
= resultado después de impuestos + cargos contables.

El resultado después de impuestos es aquel que se mide con criterio contable en el estado de resultados proyectado para cada período, es decir, aquel determinado con la pauta de

(2) Algunos comentarios respecto a la compatibilidad de tales descripciones, y los posibles inconvenientes, en: SOLOMON, Ezra y LAYA, Jaime C., *Medición de la productividad de la empresa: algunos errores sistemáticos cometidos en la tasa de rendimiento contable*, en ROBICHEK, Alexander, *Investigaciones y decisiones financieras y administrativas*, trad. de M. Bracamonte C. (México, Limusa, 1970), págs. 189/218.

devengamiento ya señalada. A su vez, los cargos contables son los practicados a fin de lograr una valuación económica razonable, distribuyendo las inversiones en periodos distintos a aquel en el cual se produce el movimiento de efectivo, o incluso a aquel en el cual se consideran realizados los ingresos o devengados los costos que se explicitan en el estado en cuestión. En definitiva, son cargos contables tanto las distribuciones de cargos diferidos o las depreciaciones de bienes de uso, cuanto los elementos de provisiones en sentido contable que influyen en la medición de la ganancia o la pérdida, por el comportamiento de ingresos y egresos (créditos incobrables, indemnizaciones por despido, etc.).

Este primer nivel de ajuste no introduce mayores problemas en el análisis, por ser una corrección de una valuación explícita del resultado. Por el contrario, en el segundo nivel de ajustes es necesario tener en cuenta la influencia del proceso operativo implícito en la inversión; este proceso afecta los fondos comprometidos en el trabajo, y más precisamente, en la variación del capital de trabajo imputable al proyecto. En efecto, la valuación contable del resultado antes señalado, implica incluir en el mismo las variaciones del capital de trabajo con un criterio de devengamiento que traslada movimientos efectivos de fondos de un periodo a otro, midiendo este traslado en función de las diferencias entre aquello que se imputa como devengado y aquello que afecta el movimiento de efectivo. Concretamente, esto hace necesario explicitar las variaciones del capital de trabajo fuera de los resultados que reflejan los hechos que se consideran devengados en el periodo y que deben ser ajustados en función del movimiento de fondos a que dan lugar los mismos. (3)

Los requerimientos de fondos originados en las variaciones del capital de trabajo, entonces, se consideran el segundo ajuste a introducir para llevar el resultado que se mide con criterio contable a una expresión equiparable al movimiento operativo de fondos en cada periodo. Pero estos requerimientos deben ser tenidos en cuenta explícitamente también cuando

(3) Las características del proceso productivo que originan los requerimientos de capital de trabajo, y la medida del efecto financiero (efecto en el flujo de fondos) de los mismos que autoriza a considerar las efectivas variaciones del capital de trabajo se pueden ver en: FORNERO, Ricardo A., *Formación del flujo de fondos para evaluación de proyectos de inversión*, serie cuadernos, Sección Administración, N° 49 (Mendoza, FCE, UN Cuyo, 1980), especialmente págs. 259/296.

se realiza la estimación directa del movimiento de efectivo por periodo, ya que los mismos afectan los niveles de ingresos y egresos que se incluirán en cada caso. Se advierte así que el sustento real de tales requerimientos introduce el imperativo de su incorporación en el flujo de fondos, sea a través del reconocimiento de las características peculiares de la valuación contable del resultado, sea midiendo el efecto diferencial que los mismos surten en el movimiento de efectivo por periodo del proyecto.

En definitiva, lo anterior se resume diciendo:

Flujo operativo determinado con el pronóstico directo del movimiento de efectivo = ingresos y egresos operativos de efectivo = fondos provenientes de las operaciones + variaciones del capital de trabajo.

y esto explicita el modo en que quedan medidos los distintos componentes del movimiento operativo de fondos. Adicionalmente, una relación de cruzamiento similar existe en el caso de las inversiones, ya que al partir de los estados proyectados se consideran como inversiones todos los incrementos de activos, sea que involucren activos fijos o rubros corrientes que habitualmente se asocian con el capital de trabajo. Por ello, todas esas variaciones forman la inversión de base del proyecto. Por el contrario, cuando se estima de modo directo el movimiento de efectivo, se puede dividir el mismo según corresponda a movimiento de elementos fijos (o no corrientes) activos o pasivos, y a movimientos de fondos atribuibles a las operaciones corrientes del proyecto. Y con esto se indica que las variaciones del capital de trabajo están incluidas en el segundo componente, y serán consideradas inversiones de base tan solo las que se incluyen en el primer componente del flujo total.

Este conjunto de aspectos relacionados con la medición del flujo puede advertirse en el siguiente ejemplo simplificado. Si en un proyecto se estiman ventas de \$ 150 por periodo, que se cobran en el periodo siguiente al de su realización, y costos de \$ 100 para esas ventas, que se pagan en el periodo en que se producen los mismos, el movimiento de efectivo durante los tres periodos de duración será:

	1	2	3	4
Ingresos por cobros		150	150	150
Pagos por compras	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	—
Flujo computable	(100)	50	50	150

Si este movimiento se quiere extraer de estados proyectados, deben formularse los estados de resultados, haciendo:

	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>
Ventas	150	150	150
Costos de ventas	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>
Ganancia	50	50	50

Con el movimiento simplificado que se presenta, la ganancia determinada coincide con el flujo de fondos provenientes de las operaciones que se definió antes. Para llegar al flujo total del proyecto, debe agregarse el movimiento de inversiones, que en este caso corresponden a capital de trabajo, y concretamente a los requerimientos de fondos necesarios para pagar los costos antes de cobrar las ventas. Por ello, en el periodo 1 no deben considerarse ingresos por \$ 150, ya que ellos forman las cuentas a cobrar el periodo siguiente. Pero tampoco debe considerarse que los \$ 150 significan un requerimiento de fondos en el periodo 1, puesto que sólo deben invertirse \$ 100 para obtener esa cifra de ventas. A su vez, esa inversión se recupera en el periodo 4, ya que en ese periodo se cobran las ventas del periodo 3, y no se realizan ventas que originan costos a considerar como inversiones en cuentas a cobrar. Por todo esto, el flujo a computar será:

	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>
Fondos provenientes de las operaciones	50	50	50	
Inversión en cuentas a cobrar (desembolso efectivo)	(100)			
Ajuste por valuación del resultado (margen sobre ventas no cobradas)	(50)			
Recuperación de la inversión en capital de trabajo y sus ajustes				<u>150</u>
Flujo computable	(100)	50	50	150

Queda claro el sentido de los ajustes mencionados, con los cuales se transforma una medición en otra. Dado el esquema de proyecto simplificado, no existen diferencias. En otros casos, y por variaciones en el interior de los periodos, podrán existir pequeñas discrepancias en los resultados finales de los dos procedimientos.

2º) Corresponde considerar ahora el segundo aspecto básico a tener en cuenta en ambos procedimientos; el mismo se plantea entorno a la problemática de los impuestos a las ganancias y al capital. En general, la valuación que se realiza con criterio contable, formando los estados proyectados, es la base del cálculo de ambos impuestos, procediendo a ajustar los resultados contables con las diferencias impositivas que puedan existir, de modo similar a la forma de trabajo en la determinación de impuestos sobre estados históricos. Sin embargo, en el análisis de proyectos se introduce la magnitud relacionada con el periodo utilizado, que puede no coincidir con el periodo impositivo. En estos casos, será necesario formular estados proyectados para tales periodos impositivos, y a fin de determinar los impuestos mencionados sobre su correspondiente base. Este requerimiento de cálculo de estados proyectados para la determinación de impuestos se presenta también en el caso de trabajar sobre la estimación directa de los ingresos y egresos de efectivo, a fin de considerar el movimiento de efectivo derivado de ambos tributos. Se observa entonces la relación operativa que existe en la aplicación de los dos procedimientos de proyección, de acuerdo a los requerimientos de información necesarios en cada caso.

2. Los efectos inflacionarios

Al realizar el análisis de inversiones en condiciones de deterioro monetario, deben considerarse los efectos del mismo en los distintos componentes del flujo de fondos (4). Al problema general, común a ámbitos con o sin inflación, de estimación de la posible evolución de los precios relativos de los distintos conceptos del análisis, se agrega el correspondiente a la estimación del deterioro monetario mismo, que permitirá establecer los efectos diferenciales a incluir.

La estimación de las variaciones en los precios rela-

(4) Sobre esto, Vid., GASPAR, Oscar P., *El deterioro monetario y la evaluación de proyectos*, serie cuadernos, sección Administración, N° 32 (Mendoza, FCE, UN Cuyo, 1978).

tivos implica evitar el supuesto simplista referido a la estabilidad de la estructura de precios inicial del proyecto, para todos los periodos del mismo. Es justamente en los cambios que pueden preverse de los precios de los distintos elementos de los ingresos y egresos atribuibles al proyecto, donde se advertirá el efecto económico de iniciar una inversión; si el supuesto que nada cambia es viable y sostenible en un momento, la conducta acorde al mismo producirá cambios que afectarán las conclusiones del análisis que se realiza. Es por ello que resulta necesario enfrentar tal situación con un esquema de previsión de los cambios posibles que los considere de modo activo.

Cualquiera sea la modalidad adoptada para la estimación de los componentes del flujo de fondos, hace al análisis general de los aspectos técnicos y económicos del proyecto, previos a la formulación del flujo de fondos. El estudio de esta formación incluye, en los aspectos relativos al deterioro monetario, la estimación de los efectos sobre los ingresos y los egresos de efectivo, en función de la composición de los mismos y su ubicación temporal. Esto implica determinar el efecto de los desfases temporales en el flujo de fondos, en función de la medición de sus componentes como términos nominales sujetos a deterioro monetario durante un cierto lapso.

Cuando se trabaja a partir de estados proyectados, el deterioro monetario mencionado puede determinarse en sus efectos utilizando en procedimiento de cálculo de resultado por exposición a la inflación desarrollado por la técnica contable. Con el mismo se sustituye la determinación de los efectos inflacionarios sobre los ítems de ingresos y egresos, por el cómputo que considera los saldos monetarios relevantes, sujetos a deterioro monetario. La determinación de ese resultado puede realizarse con procedimientos de partición de los componentes expuestos a la inflación, con lo cual se simplifica la operatoria de cálculo.

Utilizando el mismo planteo del ejemplo anterior, se puede determinar el flujo de fondos computable por periodo, si durante cada periodo existe un deterioro monetario equivalente a 10%. Se advierte que al mantener la estructura de ingresos y egresos en todos los periodos, se ha asumido que no existen cambios en sus medidas relativas, dejando de lado por ello ese problema de estimación. Corresponde concentrar el análisis en el mecanismo con el cual se refleja el deterioro monetario de las cuentas a cobrar, que están expuestas a la inflación por un periodo, lo cual significa que en un periodo se venden \$ 150 (expresados en pesos iniciales) y en el periodo siguiente se co-

bra ese mismo importe nominal, pero en moneda que se ha deteriorado en 10%, es decir, en pesos iniciales también, se cobrará el equivalente a:

$$\frac{\$ 150}{1,1} = \$ 136,4.$$

Por su parte, los costos se pagan al contado y se mantienen en \$ 100 (en moneda inicial) en todos los periodos; por ello, no corresponde reflejar efecto de deterioro alguno en los pagos.

Con estas premisas, el movimiento de efectivo será:

	1	2	3	4
Ingresos por cobros		136,4	136,4	136,4
Pagos por compras	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	
Flujo computable	(100)	36,4	36,4	136,4

y este flujo está medido en pesos del momento inicial, incorporando los efectos de nominalidad de los cobros.

En los estados de resultados proyectados, a partir de los cuales se determina el flujo de fondos de las operaciones, será necesario introducir el resultado por la exposición del activo corriente representado por las cuentas a cobrar. Este resultado se determina considerando el lapso de exposición, que en el ejemplo es un periodo, y por ello la pérdida por exposición de ese activo será:

$$\$ 150 - \frac{\$ 150}{1,1} = \$ 13,6$$

y con ello se ajusta el resultado por periodo con el efecto inflacionario:

	1	2	3
Ventas	150	150	150
Costo de ventas	100	100	100
Ganancia	50	50	50
Pérdida por exposición a la inflación		<u>13,6</u>	<u>13,6</u>
Ganancia final	50	36,4	36,4

Como se advierte, el resultado por exposición a la inflación tiene un efecto real sobre el flujo de fondos, es decir, no resulta un cargo contable sino que representa un movimiento de fondos atribuible a cada periodo, bajo la forma de una disminución de los ingresos representados a su vez por las ventas. Por este motivo, es claro que en cada caso deberá determinarse la parte del resultado por exposición a la inflación que tiene esa característica, y principalmente el periodo en el cual ella se hace efectiva sobre el flujo de fondos.

Para llegar al flujo final computable, es necesario incorporar la magnitud de la inversión antes vista, y a su vez tener en cuenta que los activos representados por las cuentas a cobrar se recuperan en el periodo 4, luego de haber estado expuestos por un periodo al deterioro monetario. Es decir, se recuperan, en términos de pesos iniciales, \$ 136,4 por \$ 150 existentes en cuentas a cobrar nominales. En función de esto, el cálculo es:

	1	2	3	4
Fondos provenientes de las operaciones	50	36,4	36,4	
Inversión en cuentas a cobrar (desembolso)	(100)			
Ajuste por valuación del resultado	(50)			
Recuperación de la inversión en cuentas a cobrar				<u>136,4</u>
Flujo computable	(100)	36,4	36,4	136,4

Se advierte que en los términos simples del ejemplo planteado coinciden los flujos determinados con los dos procedimientos. En otras situaciones, las medidas en el interior de los periodos pueden diferir, produciendo pequeñas diferencias entre los flujos establecidos con uno u otro esquema de trabajo.

El ejemplo ha sido resuelto utilizando un criterio de homogeneización previa de los importes por periodo, es decir, trabajando con importes ya corregidos en función de la inflación estimada entre el momento inicial y aquel en el cual se considera el componente del flujo en cuestión. Un mecanismo alternativo para la preparación de las estimaciones del flujo

consiste en utilizar importes expresados en moneda del periodo al cual corresponden, lo cual requiere luego corregir el flujo final en función de la inflación estimada para el lapso comprendido entre el momento inicial y el respectivo periodo (5). Con el planteo simplificado anterior, el movimiento efectivo de fondos se calcula:

	1	2	3	4
Ingresos por ventas		165	181,5	199,7
Pagos por compras	110	121	133,1	
Flujo computable en moneda de cada periodo	(110)	44	48,4	199,7

Se advierte que se ha incrementado cada partida en 10% por periodo; los costos, medidos en moneda inicial (momento 0) son \$ 100, y por ello en el momento 1 se pagan:

$$\text{\$ } 100 \times 1,1 = \text{\$ } 110,$$

y para el periodo 2, el pago a computar en ese momento es:

$$\text{\$ } 110 \times 1,1 = \text{\$ } 121,$$

procediéndose de modo similar en el periodo 3.

Por su parte, las ventas equivalen a \$ 150 medidos en pesos iniciales, y por ello en el periodo 1 se venden:

$$\text{\$ } 150 \times 1,1 = \text{\$ } 165,$$

que se cobran en el periodo 2. Del mismo modo se calculan las ventas y respectivos cobros en los dos periodos siguientes. Corrigiendo el flujo anterior con los respectivos coeficientes, se determina:

(5) Es preciso tener en cuenta que esta homogeneización final será necesaria en el caso en que se desee la expresión del flujo en términos de pesos iniciales, que es el requisito habitual en estos casos. Adicionalmente, esto depende de la forma en que venga medida la tasa a utilizar para la evaluación: consistentemente, ella debe expresarse en términos reales.

	1	2	3	4
Flujo computable en pesos iniciales	(100)	36,4	36,4	136,4

A un resultado similar se puede llegar utilizando el procedimiento de preparación de estados proyectados. Para el caso planteado, el resultado en cada periodo medido en pesos de ese momento se determina:

	1	2	3
Ventas	165	181,5	199,7
Costo de ventas	110	121	133,1
Ganancia	55	60,5	66,6
Pérdida por exposición a la inflación		16,5	18,2
Ganancia final	55	44	48,4

Cabe advertir que el resultado por exposición a la inflación debe determinarse cuidando la expresión del mismo en la correspondiente moneda. En efecto, las cuentas a cobrar iniciales del periodo 2 son \$ 165, lo cual implica un resultado por exposición de:

$$\text{\$ } 15 = \text{\$ } 165 - \frac{\text{\$ } 165}{1,1},$$

que por la forma del cálculo está medido en pesos de periodo base (en este caso, el periodo 1 al que corresponde el saldo de cuentas a cobrar). Por ello, para llegar a una pérdida por exposición expresada en pesos del momento 2, debe considerarse la inflación correspondiente, es decir,

$$\text{\$ } 15 \times 1,1 = \text{\$ } 16,5.$$

Este importe es precisamente la diferencia entre dos expresiones nominales sucesivas de las cuentas a cobrar, y como ellas se mantienen constantes en términos reales, tal diferencia es la pérdida por exposición expresada en pesos del periodo correspondiente a la imputación del resultado.

Para llegar al flujo final en este caso, debe conside-

rarse también la inversión y los ajustes y recuperaciones, en pesos del momento correspondiente. Con esto, el cálculo será:

	1	2	3	4
Fondos provenientes de las operaciones	55	44	48,4	
Inversión en cuentas a cobrar (efectiva)	(110)			
Ajuste por valuación del resultado	(55)			
Recuperación de inversión en cuentas a cobrar (total)				199,7
Flujo computable en pesos corrientes	(110)	44	48,4	199,7
Flujo computable en pesos iniciales	(100)	36,4	36,4	136,4

Es necesario tener en cuenta el efecto de la extensión de los periodos al trabajar con este criterio de expresión de valores de los componentes del flujo. En efecto, el mecanismo habitualmente denominado de expresión en "pesos corrientes" de cada periodo, supone que todos los importes del periodo están sometidos a la misma inflación; este hecho se advierte cuando se homogeneiza el flujo final para llevarlo a pesos del momento inicial. Sin embargo, cuando los periodos son relativamente extensos (por ejemplo, análisis en periodos de extensión anual) se presentan problemas de promedios de exposición, los cuales se resuelven en cada componente individual que se homogeneiza al trabajar con un flujo expresado en pesos iniciales. Por ello, con el segundo criterio será necesario introducir correcciones en la expresión en pesos corrientes, en función de la ubicación relativa del flujo asignable al componente en cuestión, respecto del promedio utilizado de inflación en el periodo. Con esto se indica que, para utilizar un deflactor común para todos los importes ubicados en un determinado periodo, es preciso introducir modificaciones en los importes individuales, en función de la propia situación de exposición y de la estricta nominalidad de los pesos corrientes en que se expresa. Así, supóngase un pago de \$ 100 ubicable en el mes 4 de un determinado año de evaluación. El coeficiente utilizado para el año completo es 1,1 respecto del año anterior. Los \$ 100 nomi-

nales están expresados en pesos del mes 4, y no del mes 12 del año, suponiendo asociado el coeficiente al último mes del año. Para expresarlo en pesos iniciales, debería hacerse:

$$\frac{\$ 100}{1,0322} = \$ 96,88$$

donde el coeficiente es

$$1,0322 = (1,1)^{4/12},$$

y por lo tanto, si se desea incorporar ese pago en un flujo que posteriormente será corregido con el coeficiente 1,1 señalado para el periodo, el importe a considerar será:

$$\$ 100 \times 1,0657 = \$ 106,57$$

donde el coeficiente es:

$$1,0657 = (1,1)^{8/12},$$

con lo cual, el importe homogeneizado posteriormente como parte de ese flujo del periodo que tiene asociado el coeficiente 1,1 será:

$$\frac{\$ 106,57}{1,1} = \$ 96,88$$

coincidiendo con la homogeneización parcial inicial.

Con estos comentarios, se advierte la importancia del tratamiento individual de los componentes, ya sea de modo estrictamente subperiódico, o en función de promedios de movimiento en el interior de periodos como los señalados. Cuando la extensión de periodo utilizada es del orden mensual o trimestral, para bajas tasas de inflación las diferencias señaladas se atenúan sensiblemente.

3. *Dos formas de presentación de los componentes del flujo de fondos*

El flujo de fondos operativo que se mencionó en el punto 1, adicionalmente al procedimiento de cálculo que se aplique para la valuación de sus componentes, puede ser presentado en el detalle de tales componentes bajo dos formas que no deben confundirse con los procedimientos de cálculo anteriores. En líneas generales, tal detalle puede revestir la forma de:

- a) estado de resultados,
- b) movimiento de ingresos y egresos operativos.

Cuando se utiliza la forma de estados de resultados, se ordenan los componentes del movimiento operativo que se reconoce con el esquema de un estado contable de resultados, es decir, se llega a una utilidad o pérdida operativa después de impuestos. Por el contrario, al emplear la forma de movimiento de ingresos y egresos de efectivo, la presentación reviste la forma de un presupuesto financiero operativo, del cual surge el déficit o superávit por periodo del movimiento operativo. En uno y otro caso, a este movimiento se adiciona el correspondiente a los flujos por inversiones y pagos de capital que existan.

De este modo, se puede decir que las relaciones posibles entre los procedimientos utilizables para la valuación, y las formas posibles de presentación serán:

Formas de presentación	Procedimiento de valuación
Estado de resultados	Según estados de resultados proyectados con criterio contable, ajustando las variaciones del capital de trabajo que resultan de los estados patrimoniales proyectados conexos a ellos.
Ingresos y egresos operativos de efectivo.	Según flujos previstos con criterio financiero.

La forma de presentación, con esto, tiene como finalidad explicitar los componentes del flujo que se consideran, y la forma de valuación condicionará los ajustes a introducir por los criterios implícitos de cálculo. Se advierte que la diferencia básica que introduce la forma de presentación es la referida a los movimientos del capital de trabajo. Dado que en la presentación como estado de resultados no pueden hacerse explícitos los requerimientos de capital de trabajo, es necesario incluir tal ajuste posteriormente a la determinación de la ganancia, juntamente con la eliminación de los cargos contables incluidos que no representan un movimiento de los fondos provenientes de las operaciones. Con esto se soluciona el desfase que introduce la diferencia de activos pertinentes, al incluir el movimiento operativo en función del efectivo cobro o pago de los elementos operativos que se consideran. Como es claro, esta situación afecta los componentes del capital de trabajo que no tienen un reconocimiento explícito en el estado de resultados sino en un momento distinto al efectivo desembolso, como es el caso de los bienes de cambio en stock y las disponibilidades. Por el contrario, el movimiento por compras o

ventas (cuentas a cobrar y cuentas a pagar) ya queda explicitado en la valuación de costo de ventas y ventas. Es decir, del conjunto de pagos necesarios para las operaciones, se distingue aquel que corresponde a elementos que forman las ventas en el respectivo periodo, de aquel que implica una formación de stock. Estas observaciones, por supuesto, son válidas para los reconocimientos intermedios de las variaciones del capital de trabajo, ya que las modificaciones de la situación inicial en cada periodo que respondan a alteraciones de la inversión considerada en capital de trabajo, afecta el stock de cada uno de sus componentes, y por ello requiere el ajuste indicado. Esto porque el estado de resultados indicará la ganancia o la pérdida por periodo, reflejando sólo los efectos de los traslados de cobros o pagos por ellas motivados.