

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA

PROGRAMA ACADEMICO DE INGENIERIA ECONOMICA



METODOLOGIA Y ANALISIS DEL AJUSTE DE

LOS ESTADOS FINANCIEROS POR LA INFLACION

T E S I S

PARA OPTAR EL TITULO PROFESIONAL DE INGENIERO ECONOMISTA

JAVIER GONZALO HERRERA SANTIBANEZ

LIMA - PERU

1 9 8 3

INDICE

1.0 INTRODUCCION

2.0 MARCO TEORICO

2.1 ASPECTOS BASICOS

2.2 DEFINICION DEL METODO DE AJUSTE INTEGRAL

2.3 CONCEPTOS IMPORTANTES

3.0 TECNICA DEL AJUSTE

3.1 CLASIFICACION DE LAS PARTIDAS DEL BALANCE GENERAL

3.2 FACTOR DE AJUSTE O DE ACTUALIZACION

3.3 METODOLOGIA DEL AJUSTE INTEGRAL

3.3.1 AJUSTE DEL BALANCE GENERAL AL INICIO

3.3.2 AJUSTE DEL BALANCE GENERAL AL CIERRE

3.3.3 AJUSTE DEL ESTADO DE UTILIDADES RETENIDAS

3.3.4 AJUSTE DEL ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS

3.3.5 AJUSTE DEL ESTADO DE ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS MONETARIOS.

3.3.6 CASO PRACTICO

3.3.7 COMPARACION DE LOS ESTADOS FINANCIEROS ANTES Y DESPUES DEL AJUSTE.

4.0 ANALISIS FINANCIERO DE LA SITUACION DE LA EMPRESA ANTES Y DESPUES DEL AJUSTE.

4.1 CALCULO DE LOS RATIOS FINANCIEROS

4.1.1 EXPLICACION DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS EN EL CALCULO DE -
LOS RATIOS FINANCIEROS, PARA LOS ESTADOS FINANCIEROS ANTES
Y DESPUES DEL AJUSTE.

4.2 CALCULO DEL COSTO DE CAPITAL

4.2.1 COSTO DE LA DEUDAS

4.2.2 COSTO DE LAS ACCIONES

4.2.3 COSTO DE LAS GANANCIAS RETENIDAS

4.2.4 EXPLICACION DE LOS RESULTADOS DEL CALCULO DEL COSTO MEDIO -
PONDERADO DEL CAPITAL ANTES Y DESPUES DEL AJUSTE.

5.0 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

6.0 BIBLIOGRAFIA

1.0 INTRODUCCIÓN

Existe actualmente en nuestro país, una variación persistente en el nivel general de precios, que afecta las operaciones y resultados de una empresa; sin embargo, no tenemos un modelo general que permita detectar y cuantificar los efectos que pueda causar.

Es así, que debemos incorporar la variable inflación en los clásicos modelos de decisión en donde se suponen que los precios se mantienen estables.

Cuando existe variación de precios y se comparan estados financieros que corresponden a períodos distintos, son muy pocas las conclusiones acertadas que se pueden sacar; es así que para evitar estos problemas, los valores monetarios nominales se deben expresar en moneda homogénea, en otras palabras deflactarlos, utilizando para ello un índice deflactor, y así evitar el efecto de las alteraciones en los precios.

Y es justamente, el objetivo de esta tesis, incorporar las técnicas de ajuste a los estados financieros, para lograr que el valor presente de la empresa se maximice, y que la tema de decisiones sea la más apropiada, en base a datos también apropiados; ya que, la variación de precios produce notables distorsiones en los estados financieros.

2.0 MARCO TEORICO

2.1 ASPECTOS BASICOS

La mayor distorsión que ofrece la contabilidad histórica, en épocas de inflación, radica en el empleo del valor nominal de la moneda como unidad de medida. Y, el ajuste de los estados financieros por la inflación, ayuda a resolver este problema, respetando los principios de la contabilidad tradicional.

Lo que se pretende es convertir todas las partidas históricas a dinero de un mismo poder adquisitivo.

Al hacer esto, se introduce un factor externo, el uso de un índice general de precios, lo que permite convertir las partidas de los estados financieros a valores equivalentes al de la moneda de la fecha en la cual se llevan a cabo los ajustes, sin que ello signifique cambiar el valor de los bienes.

Suponiendo que un bien costó S/. 1,000 y la inflación desde la fecha del balance fue del 80%, con el ajuste por inflación simplemente se quiere expresar que el bien costó el equivalente de S/. 1,800 actuales.

El ajuste por inflación se refiere a la pérdida de poder adquisitivo de la moneda, no al cambio en el valor del bien en sí. No se pretende decir, que el bien valga hoy S/. 1,800, puede valer S/. 2,000 ó S/. 1,600; el costo histórico ajustado debe compararse siempre con el respectivo valor de mercado. Vale decir, que se replantea el clásico principio de costo o valor de mercado, el menor pero ahora en base al costo ajustado.

Esto responde, justamente al concepto general de que el ajuste por inflación sólo modifica la contabilidad histórica en cuanto a la unidad de medida, mientras que respeta todo lo demás.

En conclusión, los importes resultantes de las correcciones por inflación representan valores originales expresados en moneda actual. Tales importes deben compararse con los valores de mercado,

para saber si por medio de las correcciones citadas no se ha llegado a una sobrevaluación del patrimonio de la empresa.

Y en la medida en que esto haya ocurrido, corresponde efectuar los ajustes adicionales a fin de evitar dicha sobrevaluación.

El ajuste por la inflación mediante índices generales de precios, también se le conoce con el nombre de indexación, y a pesar de que en muchos países se le acepta aún incluso para fines tributarios, en nuestro país todavía no es aceptado; pero es necesario tenerlo presente porque se le puede utilizar para fines extracontables y conocer el valor aproximado real de los resultados obtenidos, ya sea esta, ganancia o pérdida; para determinar el desfase entre la reinversión y distribución de utilidades, y pago de impuestos a las utilidades, en función de los valores históricos y los valores ajustados.

Además, como debemos acostumbrarnos a vivir con la inflación, no nos extrañe que en el Perú, cambie la legislación pertinente, y se acepte el Ajuste de los Estados Financieros por la Inflación, que es un paliativo para atenuar los efectos de la inflación.

2.2 DEFINICION DEL METODO DE AJUSTE INTEGRAL

Este método consiste en ajustar las cifras de los estados financieros, mediante índices generales de precios, con el fin de que queden expresados en moneda homogénea.

De esta manera, poder medir y evaluar el resultado real de la empresa, antes de tomar ciertas decisiones tan importantes, como es el de la distribución de utilidades.

Se ha hablado de un índice general de precios, como la principal herramienta para este método, y como tal, en nuestro medio tenemos actualmente, la facilidad de contar con él oportunamente, mediante boletines que emite el INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA, que es un órgano estatal, bastante serio y responsable, porque de lo contrario este método fracasa, ya que al no tener cifras confiables, se distorsiona todo el cálculo.

2.3 CONCEPTOS IMPORTANTES

INDICE GENERAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR DE LIMA METROPOLITANA

(BASE: AÑO 1979: 100.0)

AÑO	INDICE DE PRECIOS (PROMEDIO ANUAL)	TASA DE INFLACION ANUAL (%)
1979	100.0	-
1980	159.2	59.2
1981	279.2	75.38
1982	459.2	64.47

FUENTE: INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA.

Este cuadro quiere expresar que, lo que equivalía en 1979 a S/. 100 para 1980 equivale a S/. 159.2, y en 1981 a S/. 279.2 y en 1982 a S/. 459.2.

La tasa de inflación anual, se obtienen de la siguiente manera: Se resta los índices entre dos años consecutivos, y se divide entre el año considerado base, y el resultado se multiplica por 100.

Ejemplo:

$$\text{En 1980} \quad \frac{159.2 - 100}{100} \times 100 = 59.2\%$$

$$\text{En 1981} \quad \frac{279.2 - 159.2}{159.2} \times 100 = 75.38\%$$

$$\text{En 1982} \quad : \quad \frac{459.2 - 279.2}{279.2} \times 100 = 64.47\%$$

RESULTADOS POR EXPOSICION A LA INFLACION (R.E.I)

Si el activo monetario es mayor que el pasivo monetario, habrá una pérdida por exposición a la inflación, ya que si poseemos un activo monetario como es una letra por cobrar, al transcurrir el tiempo, perdemos poder adquisitivo.

$AM > PM$ pérdida por exposición a la inflación

Viceversa, si el pasivo monetario es mayor que el activo monetario, se producirá una ganancia por exposición a la inflación.

$PM > AM$ ganancia por exposición a la inflación

Lógicamente, que si ambos son iguales, no habrá ni ganancia, ni pérdida por exposición a la inflación.

Estos resultados por exposición a la inflación modifican el patrimonio de una empresa, y por lo tanto, deben incluirse en el Estado de Pérdidas y Ganancias, como Resultado por exposición a la Inflación.

3.0 TECNICA DEL AJUSTE

3.1 CLASIFICACION DE LAS PARTIDAS DEL BALANCE GENERAL

RUBROS MONETARIOS

Se conocen con el nombre de activos y pasivos monetarios, aquellos que de por sí, tienen un valor nominal fijo en soles.

Los activos monetarios representan una pérdida y los pasivos monetarios una ganancia, frente a la inflación.

- Son activos monetarios: Las disponibilidades en caja y bancos, cuentas por cobrar, letras por cobrar.

Estos activos figuran en el balance, en moneda corriente, o sea en moneda de cierre, y por lo tanto, no es necesario ajustarlos. Su tenencia en épocas de inflación, significa una pérdida monetaria.

Ejemplo: Si se tiene una letra por cobrar de S/. 200,000 al 01.01.82 y se mantiene inalterable hasta el 31.12.82, cuando ha habido una inflación del 72% en ese período, esto quiere decir, que la empresa que adeude esa cantidad, debería pagar S/. 344,000; pero no es así, esa empresa siempre adeudará los S/. 200,000 por lo tanto, nos ha causado una pérdida monetaria de S/. 144,000. No siendo necesario su ajuste, porque lo que se reciba, será siempre en moneda de cierre o sea S/. 200,000.

- Son pasivos monetarios: Las deudas a corto y largo plazo pagaderos en soles.

Estos pasivos figuran en el balance, en moneda de cierre, y por lo tanto, no es necesario ajustarlos.

Su tenencia en épocas de inflación, significan una ganancia monetaria.

Ejemplo: Si se tiene una letra por pagar de S/. 200,000 al inicio de un balance, y se mantiene inalterable al cierre del -

balance, cuando se cancele la deuda, el acreedor va a recibir un valor real inferior al nominal, cuyo monto es equivalente a la inflación de ese período.

Por lo tanto, como empresa deudora nos ha significado, una ganancia monetaria.

BIENES NO MONETARIOS

Se conocen con el nombre de activos y pasivos no monetarios, aquellos que no necesariamente tienen un valor nominal fijo en soles.

Los activos no monetarios representan una ganancia y los pasivos no monetarios una pérdida frente a la inflación.

- Son activos no monetarios: Los inventarios, activos fijos, inversiones.

Estos activos figuran en el balance, en moneda de la fecha de adquisición, y al no estar expresados en moneda de cierre, si es necesario ajustarlos.

Su tenencia en épocas de inflación, significa una ganancia monetaria.

Ejemplo: Si al 01.01.82, se compró un automóvil en S/. 13'000,000, y al final del año se declara una inflación del 60%, al 31.12.82 figurará en libros S/. 13'000,000 menos la depreciación acumulada de S/. 2'600,000, suponiendo que el bien se deprecia en 5 años.

Pero, de acuerdo al método de ajuste integral, dicho automóvil se ajustará y aparecerá en libros por un valor de S/. 20'800,000 menos la depreciación ajustada de S/. 4'160,000, lo que dará un valor neto de S/. 16'640,000.

- Son pasivos no monetarios: El capital aportado, las reservas y las utilidades retenidas.

Los ingresos y los costos de un Estado de Pérdidas y Ganancias,

también son considerados dentro de este rubro, por corresponder a moneda en un momento anterior, al de la fecha de cierre de balance.

Por lo tanto, también es necesario ajustarlos, para convertirlos en moneda de cierre.

3.2 FACTOR DE AJUSTE O DE ACTUALIZACION

Factor de Actualización: Es un coeficiente que se obtiene, dividiendo el índice de la fecha de cierre, entre, el índice de la fecha de adquisición del bien que se trata de actualizar.

Entonces:

$$\text{Factor de actualización (F.A.)} = \frac{\text{Índice de la fecha de cierre}}{\text{Índice de la fecha de adquisición}}$$

Para actualizar valores a moneda de 1982, por ejemplo, los factores de actualización se obtienen relacionando los siguientes índices:

$$\text{F.A. año 1982} = \frac{\text{Índice año 1982}}{\text{Índice año 1982}} = \frac{459.2}{459.2} = 1.00$$

$$\text{F.A. año 1981} = \frac{\text{Índice año 1982}}{\text{Índice año 1981}} = \frac{459.2}{279.2} = 1.64$$

$$\text{F.A. año 1980} = \frac{\text{Índice año 1982}}{\text{Índice año 1980}} = \frac{459.2}{159.2} = 2.88$$

$$\text{F.A. año 1979} = \frac{\text{Índice año 1982}}{\text{Índice año 1979}} = \frac{459.2}{100.0} = 4.59$$

Esto quiere decir, que para expresar a precios de 1982, un bien que costó en 1980 S/. 700,000; se multiplica los S/. 700,000 por el factor de actualización respectivo, en este caso, es 2.88.

En otras palabras:

$$\text{Valor actualizado} = \text{Valor histórico} \times \text{factor de actualización}$$

$$\text{Valor actualizado} = 700,000 \times 2.88$$

$$\text{Valor actualizado} = 2'016,000$$

O sea que, el bien que costó en 1980, S/. 700,000 para 1982, tiene un valor equivalente a S/. 2'016,000.

De esta manera, obtenemos valores expresados en moneda homogénea.

3.3 METODOLOGÍA DEL AJUSTE INTEGRAL

3.3.1 AJUSTE DEL BALANCE GENERAL AL INICIO

Se siguen los siguientes pasos:

- a. Se clasifican las partidas, en monetarias y no monetarias.
- b. Las partidas no monetarias a ajustarse, se ordenan según su antigüedad, y se le multiplican por los factores de ajuste respectivos, menos los Resultados Acumulados.
- c. Los valores así obtenidos, se comparan con los de mercado, tomándose el menor para los activos y el mayor para los pasivos, para no quebrantar el principio ya antes mencionado.
- d. Obtener los resultados acumulados ajustados, por diferencia entre total de activos y total de pasivos y capital.
- e. Se estructura el balance inicial ajustado en moneda de poder adquisitivo a dicha fecha inicial.

3.3.2 AJUSTE DEL BALANCE GENERAL AL CIERRE

Se sigue la siguiente secuencia:

- a. Se clasifican las partidas, en monetarias y no monetarias.
- b. Las partidas no monetarias a ajustarse, se ordenan cronológicamente para ese año, y se les multiplica por el factor de ajuste correspondiente; si han tenido movimiento en el año. Y, las partidas no monetarias del balance inicial ajustado, también se les multiplica por su factor de ajuste respectivo y así tenerlas expresadas en moneda de poder adquisitivo de fin de ejercicio.
- c. Los valores así obtenidos, se comparan con los de mercado, procediéndose como ya se ha indicado anteriormente.
- d. Se determina el resultado del ejercicio ajustado por diferencia entre los activos y pasivos ajustados.

Esta cantidad debe coincidir con el obtenido al ajustar el -
Estado de Utilidades Retenidas y el Estado de Ganancias y -
Pérdidas; de esta manera, activos igual a pasivos más capi -
tal, todos ajustados.

e. Se estructura el balance final ajustado.

3.3.3 AJUSTE DEL ESTADO DE UTILIDADES RETENIDAS

Se efectúan las siguientes operaciones:

- a. Se ajusta el saldo inicial, así como los movimientos habidos en el ejercicio.
- b. El resultado acumulado ajustado tiene que cuadrar, con el -
del punto anterior (3.3.2).
- c. Por diferencia obtener el Resultado del Ejercicio Ajustado.

3.3.4 AJUSTE DEL ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS

Secuencia a seguir:

- a. Ordenar cronológicamente todas las partidas de ingresos y -
costos.
- b. Multiplicar las cuentas por sus respectivos factores de ajus -
te.
- c. Obtener el resultado de la actividad ajustado por diferencia
entre ingresos y costos ajustados.
- d. Agregar el resultado del ejercicio ajustado obtenido en el -
punto anterior (3.3.3).
- e. Determinar el Resultado por Exposición a la Inflación, por -
suma algebraica.

3.3.5 AJUSTE DEL ESTADO DE ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS MONETARIOS

Pasos a seguir:

- a. Ajustar el capital monetario inicial.
- b. Posteriormente, se hace lo mismo, con las cantidades que representan las fuentes y usos de fondos monetarios.
- c. Se comprueba el Resultado por Exposición a la Inflación y también el Resultado del Ejercicio Ajustado determinado en 3.3.2 y 3.3.3.

NOTA:

Para esta formulación, me he basado en una separata de la Sra. Clide Lolich, "Alcances y Alternativas de la información financiero-contable en épocas de inflación". Y la he aplicado también en el caso práctico.

3.3.6 CASO PRACTICO

La Empresa "Comercial Saturno S.A." fue fundada el 01.01.79, año en que inició sus actividades.

Sus estados financieros al 31.12.81 y 31.12.82 son los siguientes:

BALANCE GENERAL	31.12.81	31.12.82
Caja - Bancos	350,000	567,000
Cuentas por cobrar	350,000	1'050,000
Inventarios	1'400,000	2'100,000
Activos fijos (neto)	<u>1'120,000</u>	840,000
Total Activo	3'220,000	4'557,000
Cuentas por pagar	1'050,000	1'750,000
Tributos por pagar		140,000
Capital	2'100,000	2'100,000
Reservas		7,000
Utilidades retenidas	70,000	560,000
Total Pasivo y Patrimonio	3'220,000	4'557,000

ESTADO DE UTILIDADES RETENIDAS (período 01.01.82 al 31.12.82)

Saldo inicial	70,000
Utilidad del Ejercicio	<u>560,000</u>
	630,000
Reserva legal	(7,000)
Dividendos en efectivo	<u>(63,000)</u>
Saldo Final	560,000

ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS (periodo 01.01.82 al 31.12.82)

Ventas		14'000,000
Costo de ventas:		
Inventario inicial	1'400,000	
Compras	11'200,000	
Inventario final	<u>(2'100,000)</u>	<u>10'500,000</u>
Utilidad bruta		3'500,000
Gastos de administración y ventas	2'520,000	
Depreciación del ejercicio	<u>280,000</u>	<u>2'800,000</u>
Utilidad antes de impuestos		700,000
Impuesto a la renta		<u>140,000</u>
Utilidad del Ejercicio		<u>560,000</u>

INDICE GENERAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR DE LIMA METROPOLITANA

(BASE: AÑO 1979 = 100.0) Y FACTORES DE ACTUALIZACION.

	<u>INDICE</u>	<u>FACTOR DE AJUSTE</u> <u>Dic. 1981</u>		<u>FACTOR DE AJUSTE</u> <u>Dic. 1982</u>	
Prmedio 1979	100.0	<u>339.0</u> 100.0	= 3.39	<u>586.3</u> 100.0	= 5.86
Prmedio 1980	159.2	<u>339.0</u> 159.2	= 2.13	<u>586.3</u> 159.2	= 3.68
Prmedio 1981	279.2	<u>339.0</u> 279.2	= 1.21	<u>586.3</u> 279.2	= 2.10
Diciembre 1981	339.0	<u>339.0</u> 339.0	= 1.00	<u>586.3</u> 339.0	= 1.73
Prmedio 1982	459.2			<u>586.3</u> 459.2	= 1.28
Diciembre 1982	586.3			<u>586.3</u> 586.3	= 1.00

FUENTE: INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA - DIRECCION GENERAL DE INDICADORES ECONOMICOS Y SOCIALES - DIRECCION DE INDICES.

Explicación de las cuentas:

- Saldo en caja y bancos en moneda nacional
- Cuentas por cobrar: Créditos otorgados en moneda nacional.
- Inventarios: Las existencias finales corresponden a compras efectuadas - en el mes de Diciembre, por haberse utilizado el sistema de Primeras Entradas Primeras Salidas en la valuación de inventarios.

Los activos fijos se descomponen de la siguiente manera:

Adquisi ción Año	Rubro	Valor Original	Tasa de Deprec.	Deprec. acum. al 31.12.81	Deprec. año 1982	Deprec. acum. al 31.12.82
1979	Muebles y Enseres	700,000	10%	210,000	70,000	280,000
1980	Vehículos	<u>1'050,000</u>	20%	<u>420,000</u>	210,000	<u>630,000</u>
		1'750,000		630,000	280,000	910,000
		<u> </u>		<u> </u>	<u> </u>	<u> </u>

Valor residual al 31.12.81 S/. 1'750,000 - S/. 630,000 = S/. 1'120,000

Valor residual al 31.12.82 : S/. 1'750,000 - S/. 910,000 = S/. 840,000

Cuentas por pagar: Deudas en moneda nacional.

- Tributos por pagar: Es el pagado por concepto de impuesto a la renta del año 1982.

Capital: Fue suscrito y pagado según detalle siguiente:

1979	S/. 700,000
1980	: <u>1'400,000</u>
	S/. 2'100,000

AJUSTE DEL BALANCE GENERAL AL INICIO

	31.12.81 Histórico	Antes del Ajuste		Ajuste (Ver expli- cación)	31.12.81 Ajustado
		Partidas Monetarias	Partidas no Monetarias		
Caja - Bancos	350,000	350,000		(1)	350,000
Cuentas por cobrar	350,000	350,000		(1)	350,000
Inventarios	1'400,000		1'400,000	(2)	1'400,000
Activos fijos (neto)	1'120,000		1'120,000	(3)	3'003,000
Total Activo	3'220,000				5'103,000
Cuentas por pagar	1'050,000	1'050,000		(1)	1'050,000
Capital	2'100,000		2'100,000	(4)	5'355,000
Utilidades retenidas	70,000		70,000	(5)	(1'302,000)
Total Pasivo y Patrimonio	3'220,000				5'103,000

Explicación:

- (1) No se ajustan por ser partidas monetarias.
- (2) Como son inventarios adquiridos en Diciembre de 1981, como lo detallamos en la explicación de las cuentas; el factor de ajuste sería:
 $\frac{339.0}{339.0} = 1.00$; o sea que S/. 1'400,000 x 1 = S/. 1'400,000.

(3) Activos fijos:	<u>Valor residual histórico</u>	Factor	<u>Valor residual ajustado</u>
Adquiridos en 1979	490,000	3.39	1'661,100
Adquiridos en 1980	630,000	2.13	<u>1'341,900</u>
Total (neto)	1'120,000		3'003,000

(4) Capital:	<u>Valor histórico</u>	<u>Factor</u>	<u>Valor ajustado</u>
Aportado en 1979	700,000	3.39	2'373,000
Aportado en 1980	1'400,000	2.13	2'982,000
Total	2'100,000		5'355,000

- (5) Obtenido por diferencia, entre total de activo ajustado, pasivo y capital ajustado S/. 5'103,000 - 6'405,000 = (S/. 1'302,000).

La utilidad retenida de S/. 70,000, obtenida de acuerdo a la contabilidad tradicional se convierte en una pérdida por inflación de S/. — 1'302,000.

AJUSTE DEL BALANCE AL CIERRE

	31.12.82 Histórico	Antes del Ajuste		Ajuste (Ver explicación)	31.12.82 Ajustado
		Partidas Monetarias	Partidas no Monetarias		
Caja - Bancos	567,000	567,000		(1)	567,000
Cuentas por cobrar	1'050,000	1'050,000		(1)	1'050,000
Inventarios	2'100,000		2'100,000	(2)	2'100,000
Activos fijos (neto)	840,000		840,000	(3)	4'012,190
Total Activo	4'557,000				7'729,190
Cuentas por pagar	1'750,000	1'750,000		(1)	1'750,000
Tributos por pagar	140,000	140,000		(1)	140,000
Capital	2'100,000		2'100,000	(4)	9'264,150
Reservas	7,000		7,000	(5)	8,960
Utilidades retenidas	560,000		560,000	(6)	(3'433,920)
Total Pasivo y Patrimonio	4'557,000				7'729,190

Explicación:

- (1) No se ajustan por tratarse de partidas monetarias.
- (2) Como son inventarios adquiridos en 1982, el factor de ajuste sería $\frac{586.3}{586.3} = 1.00$, o sea que S/. 2'100,000 x 1 = S/. 2'100,000.

(3) Activos fijos:

Valor residual ajustado al 31.12.81		3'003,000 x
Por factor de actualización $(\frac{586.3}{339.0})$		1.73
		<u>5'195,190</u>

Menos: Depreciación año 1982

Adquiridos en 1979	70,000 x 5.86 =	410,200	
Adquiridos en 1980	210,000 x 3.68 -	<u>772,800</u>	1'183,000
Valor residual ajustado al 31.12.82			<u>4'012,190</u>

(4) Capital:

Ajustado al 31.12.81		5'355,000 x
Por factor de actualización $(\frac{586.3}{339.0})$		<u>1.73</u>
Valor ajustado al 31.12.82		<u>9'264,150</u>

(5) Reservas:

Monto al 31.12.82		7,000 x
Por factor de actualización $(\frac{586.3}{459.2})$		<u>1.28</u>
		<u>8,960</u>

- (6) Obtenido por diferencia entre total de activo ajustado y pasivo y capital ajustado:

$$\text{S/. } 7'729,190 - 11'163,110 = (\text{S/. } 3'433,920)$$

La utilidad retenida de S/. 560,000, obtenida de acuerdo a la contabilidad tradicional, se convierte en una pérdida por inflación de S/. — 3'433,920.

AJUSTE DEL ESTADO DE UTILIDADES RETENIDAS

	Histórico	Ajustado al 31.12.81	Factor	Ajustado al 31.12.82
Saldo Inicial	70,000	(1'302,000)	1.73	(2'252,460)
Menos:				
Reserva	(7,000)		1.28	(8,960)
Dividendos	(63,000)		1.28	(80,640)
Sub-Total				(2'342,060)
Más:				
Utilidad del ejercicio	560,000		Ver (2)	(1'091,860)
Saldo final	560,000		Ver (1)	(3'433,920)

(1) Obtenido en el ajuste del Balance General al cierre, explicación (6).

(2) Obtenido por diferencia entre el Resultado final ajustado y el Sub_Total ajustado. (3'433,920 - 2'342,060) = (1'091,860).

Es así que, la utilidad del ejercicio de S/. 560,000, se convierte en una pérdida de (S/. ——— 1'091,860), lo que comprobaremos en el paso siguiente.

	Datos Históricos		Factor	Datos Ajustados	
	Parciales	Totales		Parciales	Totales
Ventas		14'000,000	1.28		17'920,000
Costo de ventas:					
Inventario inicial	1'400,000		1.73	2'422,000	
Compras	11'200,000		1.28	14'336,000	
Inventario final	(2'100,000)	10'500,000	1.00	(2'100,000)	14'658,000
Utilidad Bruta		3'500,000			3'262,000
Gastos de Adm. y ventas	2'520,000		1.28	3'225,600	
Depreciación	280,000	2'800,000	Ver (1)	1'183,000	4'408,600
Utilidad (pérdida) antes de impuesto		700,000			(1'146,600)
Impuesto a la renta		(140,000)	1.28		(179,200)
Utilidad (pérdida) del ejercicio		560,000			(1'325,800)
Resultado por exposición a la inflación (utilidad)			Ver (3)		233,940
Resultado del ejercicio			Ver (2)		(1'091,860)

Explicación:

(1) Obtenido en el Ajuste del Balance General al cierre , explicación (3).

(2) Obtenido en el Ajuste del Estado de Utilidades Retenidas.

(3) Obtenido por diferencia entre el resultado del ejercicio ajustado y el resultado del ejercicio (S/. — 1'325,800 - S/. 1'091,860) = S/. 233,940

AJUSTE DEL ESTADO DE ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS MONETARIOS

	Histórico	Factor	Actualizado
Act. monetario inicial	700,000		
Menos: Pas. monet. inicial	1'050,000		
Capital monetario inicial	(350,000)	1.73	(605,500)
Más: Fuente de fondos monetarios			
Ventas	14'000,000	1.28	<u>17'920,000</u>
	13'650,000		17'314,500
Menos: Uso de fondos monetarios			
Compras mercaderías	(11'200,000)	1.28	(14'336,000)
Dividendos	(63,000)	1.28	(80,640)
Gastos administ. y ventas	(2'520,000)	1.28	(3'225,600)
Impuesto a la renta	(140,000)	1.28	(506,940)
Resultado por exposición a la inflación (utilidad)			233,940
Capital monetario final			(273,000)

La diferencia de S/. 233,940 concuerda con la obtenida en el Ajuste del Estado de Pérdidas y Gancias.

Esto, se ha producido por haber mantenido activos monetarios menores a los pasivos monetarios.

3.3.7 COMPARACION DE LOS ESTADOS FINANCIEROS ANTES Y DESPUES DEL AJUSTE

De todo lo detallado anteriormente, se concluye que:

1. No se puede comparar los balances históricos al 31.12.81 con los del 31.12.82, por cuanto están expresados en moneda de distinto poder adquisitivo.
2. No se puede comparar tampoco el balance del 31.12.81 (ajustado al 31.12.81) con el balance del 31.12.82 (ajustado al 31.12.82), ya que entre Diciembre 81 y Diciembre 82, el índice de costo de vida subió de 339.0 a 586.3; por lo tanto, para poderlos comparar hay que multiplicar todas las partidas del primero por $\frac{586.3}{339.0} = 1.73$.
3. Una vez hecho el paso anterior, el balance al 31.12.81 expresado en moneda del 31.12.82 (columna 3), se puede comparar con la columna (5); porque ambos están expresados en moneda del mismo poder adquisitivo, y de la comparación resulta que: El activo ha disminuido de S/. 8'828,190 a S/. 7'729,190 y que la pérdida acumulada ha aumentado de S/. 2'252,460 a S/. 3'433,920.

Si hubiéramos tomado las cifras históricas y heterogéneas, el activo hubiera aumentado de S/. 3'220,000 a S/. 4'557,000 y un aumento de utilidad de S/. 70,000 a S/. 560,000.

Y estas últimas cifras, son las que se consideran, para interpretar los estados financieros de una empresa, y ver su situación económica y financiera, así como para la toma de decisiones.

C U A D R O R E S U M E N

	31.12.81 Histórico (1)	31.12.81 Ajustado al 31.12.81 (2)	31.12.81 Ajustado al 31.12.82 (3)	31.12.82 Histórico (4)	31.12.82 Ajustado al 31.12.82 (5)
Caja - Bancos	350,000	350,000	605,500	567,000	567,000
Cuentas por cobrar	350,000	350,000	605,500	1'050,000	1'050,000
Inventarios	1'400,000	1'400,000	2'422,000	2'100,000	2'100,000
Activos fijos (neto)	1'120,000	3'003,000	5'195,190	840,000	4'012,190
Total Activo	3'220,000	5'103,000	8'828,190	4'557,000	7'729,190
Cuentas por pagar	1'050,000	1'050,000	1'816,500	1'750,000	1'750,000
Tributos por pagar				140,000	140,000
Capital	2'100,000	5'355,000	9'264,150	2'100,000	9'264,150
Reservas				7,000	8,960
Utilidades retenidas	70,000	(1'302,000)	(2'252,460)	560,000	(3'433,920)
Total Pasivo y Patrimonio	3'220,000	5'103,000	8'828,190	4'557,000	7'729,190

El cuadro (3), se ha obtenido multiplicando todas las cifras del cuadro (2), por 1.73.

4.0 ANALISIS FINANCIERO DE LA SITUACION DE LA EMPRESA ANTES Y DESPUES DEL - AJUSTE.

4.1 CALCULO DE LOS RATIOS FINANCIEROS

Los ratios financieros, son un conjunto de índices (relaciones) entre dos cuentas del Balance o del Estado de Pérdidas y Ganancias.

Consideraremos 4 tipos de índices:

- Índices de liquidez, que evalúan la disponibilidad de la empresa para pagar sus deudas de corto plazo utilizando fondos de corto plazo.
- Índices de solvencia, que están dirigidos a medir la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones, tanto de corto como de largo plazo.
- Índices de gestión, que miden la eficiencia con la que la empresa utiliza sus fondos.
- Índices de rentabilidad, que tienen por objetivo evaluar el resultado neto obtenido a partir de ciertas decisiones y políticas, en la administración de los fondos de la empresa.

INDICES DE LIQUIDEZ

- a) Liquidez General : Este ratio es la principal medida de liquidez, puesto que muestra que proporción de deudas de corto plazo son cubiertas por elementos del activo, cuya conversión en dinero corresponde aproximadamente al vencimiento de las deudas.
- b) Prueba Acida: Al activo circulante se le restan los inventarios, porque son los activos menos líquidos y los más sujetos a pérdidas en caso de quiebra, y a este resultado se le divide entre el pasivo circulante.
- c) Capital del Trabajo: Mide la liquidez de operación y la protección hacia los acreedores de corto plazo.

INDICES DE SOLVENCIA

- a) Deuda - Patrimonio: Evalúa el impacto de la deuda total, con relación al patrimonio.
- b) Deuda - Activo: El objetivo es medir, el nivel global de endeudamiento o proporción de fondos aportados por los acreedores.

INDICES DE GESTION

- a) Rotación de Cuentas por Cobrar: Mide el plazo promedio de créditos que se concede a los clientes y evalúa las políticas de cobranza.
- b) Rotación de Inventarios: Determina el número de veces que rotan los inventarios en el año.
- c) Rotación de Cuentas por Pagar: Establece el promedio de días, en que la empresa demora en pagar sus obligaciones provenientes de compras.

INDICES DE RENTABILIDAD

- a) Utilidad - Capital: La relación de utilidades con el capital, mide la rentabilidad de los fondos aportados por los accionistas.
- b) Utilidad - Patrimonio: La relación de utilidades con el patrimonio, mide la rentabilidad de los fondos aportados por los accionistas.
- c) Margen Bruto: Nos permite conocer la rentabilidad de las ventas frente al costo de ventas, como medida para evaluar la capacidad de cubrir los gastos operativos y obtener una utilidad antes de intereses e impuestos.
- d) Rentabilidad de la Inversión: Relaciona los ratios de gestión y los márgenes de utilidad, mostrando la interacción de ello, en la rentabilidad del activo.

1.- ANALISIS DE LIQUIDEZ

- a) Liquidez General = $\frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}}$
- b) Prueba Acida = $\frac{\text{Activo circulante} - \text{Inventarios}}{\text{Pasivo circulante}}$
- c) Capital de Trabajo = $\text{Activo circulante} - \text{Pasivo circulante}$

2.- ANALISIS DE SOLVENCIA

- a) Deuda - Patrimonio = $\frac{\text{Deuda total}}{\text{Patrimonio}}$
- b) Deuda - Activo = $\frac{\text{Deuda total}}{\text{Activo}}$

3.- ANALISIS DE LA GESTION

- a) Rotación de cuentas por cobrar = $\frac{\text{Ventas}}{\text{Cuentas por cobrar}}$
- b) Rotación de Inventarios = $\frac{\text{Costo de ventas}}{\text{Inventarios (final)}}$
- c) Rotación de cuentas por pagar = $\frac{\text{Compras}}{\text{Cuentas por pagar}}$

4.- ANALISIS DE RENTABILIDAD

- a) Utilidad - Capital = $\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Capital}}$
- b) Utilidad - Patrimonio = $\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio}}$
- c) Margen Bruto = $\frac{\text{Ventas} - \text{Costo de ventas}}{\text{Ventas}}$
- d) Rentabilidad de la inversión = $\frac{\text{Utilidad antes de impuestos}}{\text{Activo}}$

4.1.1 EXPLICACION DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS EN EL CALCULO DE LOS RATIOS FINANCIEROS, PARA LOS ESTADOS FINANCIEROS ANTES Y DESPUES DEL AJUSTE.

En el cuadro antes descrito, se observan los resultados obtenidos, en el cálculo de los ratios financieros para los Estados Financieros al 31.12.82 antes del ajuste (históricos), y después del Ajuste (ajustados).

Como se puede apreciar no hay diferencia en los resultados obtenidos en los ratios de análisis de liquidez de la empresa, para los Estados Financieros históricos y ajustados; sin embargo las divergencias aparecen en el resultado de los cálculos de los ratios para los análisis de solvencia, gestión y rentabilidad de la empresa.

Así tenemos, que para el caso del análisis de solvencia los resultados arrojan las siguientes cifras: Deuda-patrimonio 70.86% y deuda-activo 41.47% antes del ajuste; y 32.37%, 24.45% respectivamente, para los Estados Financieros después del Ajuste. Esto quiere decir, que nuestra solvencia es mayor que la pensada, y si no hubiéramos ajustado nuestras cifras, estaríamos tomando decisiones muy distintas de la realidad.

Para el análisis de gestión, los resultados vuelven a ser distintos, notándose que para el caso de los Estados Financieros ajustados, las cifras indican una mejor situación que para los Estados Financieros históricos.

La rotación de cuentas por cobrar aparentemente es de 13.3 veces al año, cuando la verdadera cifra es 17.07 veces al año.

La rotación de inventarios es también aparentemente de 5 veces al año, cuando en realidad es de 6.98 veces al año.

La rotación de cuentas por pagar por último, aparentaría ser de 6.4 veces al año, cuando es de 8.19 veces al año.

Todas estas cifras obtenidas del análisis de los Estados Financieros, antes del Ajuste, resultan engañosas y pudiera ser que inclusive distraigan nuestra atención a la resolución de problemas que no tenemos,

y a las llamadas de atención injustas a nuestro personal de compras y ventas.

Por último en el análisis de rentabilidad, al haber arrojado Pérdida nuestros Estados Financieros ajustados, los ratios de rentabilidad - son nulos, y por lo tanto, nuevamente hubiéramos incurrido en error - ya que hubiéramos tomado como base para nuestros análisis, los ratios de utilidad-capital 26.67%, utilidad-patrimonio 21%, rentabilidad de la inversión 15.36% y que el margen bruto es 25%, cuando en realidad es de solamente 18.20%.

Quedando demostrado claramente, la necesidad de Ajustar los Estados - Financieros por la Inflación, para efectos de cualquier análisis financiero, debido a la distorsión que se producen en los Resultados, y que se utilizan para la toma de decisiones en la Empresa.

4.2 CALCULO DEL COSTO DE CAPITAL

El costo de capital representa una tasa de corte para la asignación de fondos a los proyectos de inversión, es decir, debe ser igual a la tasa financiera de rendimiento de los proyectos, que permitiría mantener invariable el valor de las acciones.

4.2.1 COSTO DE LAS DEUDAS

Si representamos por K_i , el costo de la deuda antes de impuestos, entonces:

$$K_i = K (1-t)$$

donde:

K : Tasa financiera de costo

t Tasa marginal del impuesto a las ganancias

Supongamos que:

$$K = 49.5\%$$

$$t = 40\%$$

Obtenemos:

$$K_i = 0.495 (1-0.4)$$

$$K_i = 0.495 (0.6)$$

$$K_i = 29.7\%$$

4.2.2 COSTO DE LAS ACCIONES

El valor que tiene una acción para el inversor puede ser considerado igual al valor actual de los dividendos en efectivo que se pagarán en los futuros periodos; más, quizás un dividendo final de liquidación.

En el momento cero, el valor de una acción es igual a:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_\infty}{(1+K)} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

Donde:

P_0 Valor de la acción en el momento cero.

D_t : Es el dividendo por acción que se espera percibir en el período t .

K Es la tasa de descuento apropiada para el tipo de riesgo empresarial que ofrece la empresa.

En nuestro caso, supongamos que la acción se adquiere en S/. 1,000; y el dividendo esperado para los siguientes 6 años sea S/. 100, S/. 200, S/. 300, S/. 400, S/. 500 y S/. 600.

Entonces reemplazando en la fórmula se obtiene:

$$1,000 = \frac{100}{1+K} + \frac{200}{(1+K)^2} + \frac{300}{(1+K)^3} + \frac{400}{(1+K)^4} + \frac{500}{(1+K)^5} + \frac{600}{(1+K)^6}$$

100 (0.840336)	=	84.0336	
200 (0.706165)	=	141.233	
300 (0.593416)	=	178.0248	
400 (0.498669)	=	199.4676	$K \cong 19\%$
500 (0.419049)	=	209.5245	
600 (0.352142)	=	211.2852	
		1,023.5687	

4.2.3 COSTO DE LAS GANANCIAS RETENIDAS

Un proyecto de inversión se puede financiar con la retención de utilidades, y estos recursos tienen un costo de oportunidad, que es simplemente el dividendo que han dejado de percibir los accionistas. En ausencia de impuestos, el mínimo costo de retención de las ganancias es el costo del capital accionario, basado en -

la cotización corriente de la acción.

Tal costo se determina despejando K en la fórmula anterior, y se presenta el rendimiento que los inversores esperan obtener.

Si los accionistas no pueden encontrar oportunidades de inversión dentro de su empresa, que les rindan por lo menos un rendimiento igual a K; pueden invertir en otras empresas.

Entonces para esos casos:

$$R = K (1-T) (1-C)$$

Donde:

T = Es la tasa marginal de impuesto a las ganancias.

C = Comisiones de compra-venta, expresado en tanto por uno.

Para nuestro caso supongamos que:

K es 19% hallado anteriormente.

T es 40%

C es 2%

Así obtenemos:

$$R = 0.19 (1-0.40) (1-0.02)$$

$$R = 0.10 (0.60) (0.98)$$

$$R = 0.11172 = 11.17\%$$

COSTO MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL

31.12.82

ANTES DEL AJUSTE

<u>Fuente de Financiamiento</u>	<u>Importes</u>	<u>Proporciones</u>
Deudas	1'750,000	39.68%
Acciones ordinarias	2'100,000	47.62%
Utilidades retenidas	<u>560,000</u>	<u>12.70%</u>
	<u>4'410,000</u>	<u>100.00%</u>

Reemplazando los valores obtenidos para los costos de las diferentes fuentes de financiamiento, se tiene:

<u>Fuente de Financiamiento</u>	<u>Costo Anual</u>
Deudas	29.7 %
Acciones ordinarias	19 %
Utilidades	11.17%

De lo cual obtenemos que:

Fuente de Financiamiento	Proporción A	Costo Anual B	Costo Ponderado (A x B) ÷ 100
Deudas	39.68%	29.7 %	11.78496
Acciones ordinarias	47.62%	19 %	9.04780
Utilidades retenidas	12.70%	11.17%	1.41859
			22.25135

El costo medio ponderado del capital para este caso (31.12.82 ANTES DEL AJUSTE) es 22.25%.

COSTO MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL

31.12.82

DESPUES DEL AJUSTE

<u>Fuente de Financiamiento</u>	<u>Importes</u>	<u>Proporciones</u>
Deudas	1'750,000	23.09%
Acciones ordinarias	9'264,150	122.21%
Utilidades retenidas	(3'433,920)	(45.30%)
	<u>7'580,230</u>	<u>100.00%</u>

Reemplazando nuevamente los valores obtenidos para los costos de las diferentes fuentes de financiamiento, se tiene:

<u>Fuente de Financiamiento</u>	<u>Costo Anual</u>
Deudas	29.7 %
Acciones ordinarias	19 %
Utilidades retenidas	11.17%

y Así, obtenemos:

Fuente de Financiamiento	Proporción A	Costo Anual B	Costo Ponderado (A x B) ÷ 100
Deudas	23.09%	29.7%	6.85773
Acciones ordinarias	122.21%	19 %	23.21990
Utilidades retenidas	(45.30%)	11.17%	(5.06001)
			<u>25.01762</u>

El costo medio ponderado del capital para este segundo caso - (31.12.82 DESPUES DEL AJUSTE), será de 25.02%

4.2.4 EXPLICACION DE LOS RESULTADOS DEL CALCULO DEL COSTO MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL ANTES Y DESPUES DEL AJUSTE.

El costo medio ponderado del capital, se utiliza como base para la aceptación o rechazo de los proyectos de inversión.

Manteniendo constantes el riesgo empresarial, la estructura de financiamiento y la política de dividendos, se aceptan los proyectos que tienen un rendimiento mayor, y se rechazan los que tienen un rendimiento menor a dicho costo medio ponderado del capital.

Después de calculado el costo medio ponderado del capital al 31.12.82 antes del ajuste (22.25%), y el costo medio ponderado del capital al 31.12.82 después del ajuste (25.02%); podemos colegir que para este segundo caso, tendremos que exigir un rendimiento mayor a los proyectos de inversión, para de esta manera, maximizar el valor de las acciones en el mercado de nuestra empresa, que es el objetivo a alcanzar.

Es decir, que si nos hubiéramos basado en la cifras de los Estados Financieros históricos, para la decisión de inversión de un proyecto, hubiéramos exigido de él un rendimiento más bajo de lo debido y por lo tanto, se hubiera disminuido el valor de nuestras acciones en el mercado.

Aquí se demuestra una vez más, la necesidad del Ajuste de los Estados Financieros por la Inflación.

O sea que nuestra tasa de corte es 25.02% y no 22.25%.

5.0 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Como se puede apreciar, a través del caso práctico presentado, existe una tremenda diferencia en los resultados obtenidos, entre los estados financieros llamados históricos y los estados financieros ajustados, porque los primeros, no toman en cuenta el factor inflación, lo que lleva a la toma de decisiones muchas veces errada, por basarse en informaciones distorsionadas.

Como quiera que en nuestro país, todavía no existe una legislación apropiada que permita presentar los estados financieros ajustados por la inflación, a pesar de que en otros países como Argentina, Chile, nos aventajan en este sentido, por haber pasado sus economías por tasas de inflación superiores al 100%; sería recomendable que por lo menos, para efectos de una mejor administración económica-financiera de una empresa, sea ésta privada o pública, se preparen dichos estados como una información complementaria, aunque sea para uso interno, para de esta manera, lograr una adecuada toma de decisiones. Y no esperar a que las tasas inflacionarias suban, para recién buscar soluciones a los problemas.

Es indudable, que para efectos tributarios con la presentación de los Estados Financieros Ajustados, podría pagarse menos impuestos por concepto de Impuesto a la Renta y la recaudación del Estado verse disminuída por esta concepto, pero el sacrificio tiene que darse por ambas partes, tanto del empresario como del Estado, para así lograr que el comercio y la industria nacional se beneficien; y no tener empresas que de la noche a la mañana, pasen por apuros económicos, por no tener en cuenta, el factor inflacionario en sus estados financieros.

En el Perú, la revaluación de activos fijos, que de alguna manera atenúa los efectos de la influencia de la inflación en los estados financieros, pero no es suficiente ni real, ya que los ajustes que se permiten hacer en la valoración de los bienes de la empresa, no se equiparan con la variación en el índice de costo de vida, pero por lo menos, es un avance de lo que podría hacerse en un futuro.

La metodología ya descrita, respeta todos los principios de la contabilidad, lo único que se ha hecho, es incluir nuevas variables, que tie -

nen como finalidad contribuir en la gestión de las empresas, medir los efectos de la pérdida del poder adquisitivo y poder comparar balances - que están expresados en moneda heterogénea.

6.0 BIBLIOGRAFIA

FUNDAMENTOS DE ADMINISTRACION FINANCIERA - JAMES VAN HORNE

UNA VISION MODERNA DEL FENOMENO INFLACIONARIO - HARBERGER

CONTABILIDAD A NIVEL GENERAL DE PRECIOS - ALAN STICKER

UNA RESEÑA DE LAS TEORIAS DE LA INFLACION - HARRY JOHNSON

ESTADISTICA BASICA PARA PLANIFICACION - ARTURO NUÑEZ DEL PRADO

CONTABILIDAD E INFLACION - SANTIAGO LAZZATI

ADMINISTRACION DE EMPRESAS - ENRIQUE FOWLER NEWTON

ADMINISTRACION FINANCIERA - ROBERT JOHNSON

ADMINISTRACION FINANCIERA DE EMPRESAS - WESTON Y BRIGHAM

INDICES DEL COSTO DE VIDA - INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA Y CENSOS

BOLETINES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA - 1981 - 1982