

**RELACIONES ENTRE LOS FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS EMPRESAS DE  
CALDAS Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO REGIONAL PARA EL SECTOR  
COMERCIAL DURANTE EL PERIODO DE 2002 A 2010**

Investigadores

Rubén Darío Arango Álvarez  
Gabriel Eduardo Escobar Arias  
Alejandra Molina Osorio

Co-Investigadores

Eduardo Castro Echeverri  
Bernardo Pineda Correa

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MANIZALES  
FACULTAD DE ESTUDIOS SOCIALES Y EMPRESARIALES  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS

Manizales, Mayo 31 de 2012

## CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	6
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	7
Diagnóstico o Situación Problema.....	7
Formulación del Problema.....	8
JUSTIFICACIÓN.....	9
OBJETIVOS.....	11
Objetivo General.....	11
Objetivos Específicos.....	11
MARCO REFERENCIAL.....	12
Marco Antecedentes.....	12
Marco Demográfico.....	34
Población Objetivo.....	34
Marco Legal.....	38
DISEÑO METODOLÓGICO.....	39
Tipo de Estudio.....	39
Fases de la Investigación.....	40
Población.....	41
Métodos de Investigación.....	43
DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN.....	44
Análisis de Variables Macroeconómicas.....	44
Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC).....	44
Mercado Laboral - Manizales 2002 - 2010.....	47
Comportamiento de las Tasas de Interés 2002 - 2010.....	54

	3
Comportamiento del PIB Caldas 2002 - 2010.....	53
Comportamiento de la DTF 2002 - 2010.....	54
Análisis del Sector Comercial.....	58
Tabla y gráficas por empresa del sector comercio.....	66
Análisis Estadístico Sector Comercio.....	69
Análisis de la Rentabilidad del Activo Sector Comercio.....	73
Análisis de Utilidad Sector Comercio.....	76
CONCLUSIONES.....	81
Sector Comercio.....	81
RECOMENDACIONES.....	84
Sector Comercio.....	84
REFERENCIAS.....	86
ANEXOS.....	89
GLOSARIO.....	90

**ÍNDICE DE TABLAS**

Tabla 1. Población Objetivo.....	34
Tabla 2. Población.....	35
Tabla 3. Sector Comercio .....	42
Tabla 4. Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia.....	44
Tabla 5. Tasa de Desempleo.....	48
Tabla 6. Tasa de Colocación.....	51
Tabla 7. PIB Departamental.....	53
Tabla 8. D.T.F.....	56
Tabla 9. Flujos empresas sector comercio TM y Cía.....	66
Tabla 10. Flujos Netos globales.....	68
Tabla 11. Correlaciones sector comercial.....	70
Tabla 12. Utilidad sector comercial.....	76

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Teoría de Markowitz, Modelo de Equilibrio de Activos Financieros.....	13
Figura 2. Distribución Población.....	22
Figura 3. IGBC Y PIB.....	33
Figura 4. IGBC.....	45
Figura 5. IGBC Y PIB.....	46
Figura 6. Tasa de desempleo.....	48
Figura 7. Tasa de Colocación.....	51
Figura 8. Comportamiento del PIB.....	53
Figura 9. DTF.....	55
Figura 10. Comportamiento DTF.....	56
Figura 11. Flujos empresa TM y Cía.....	67
Figura 12. Gráfica TM y Cía.....	67
Figura 13. Flujos Netos globales.....	69
Figura 14. Rentabilidad del Activo.....	73
Figura 15. Comportamiento Rentabilidad sector comercio.....	74
Figura 16. Comportamiento global del sector comercio.....	78

## INTRODUCCIÓN

Para la generación de estrategias que logren la permanencia en el tiempo de las empresas u organizaciones de hoy día y lograr un desarrollo regional sostenible; es importante analizar el entorno actual al que las organizaciones se están enfrentando; investigaciones anteriores como la medición económica del valor agregado de las empresas en Caldas, evidenciaron que los administrativos de las organizaciones están centrados en el corto plazo y el aumento de utilidades es el objetivo más claro; pero, la generación de valor económico agregado significa generar estrategias de largo plazo, que muy pocos sectores lo evidenciaron. Para seguir con un análisis de la realidad financiera de las empresas de Caldas con esta nueva investigación en la línea de finanzas del grupo en empresariado de la Universidad Autónoma de Manizales, se pretende la elaboración de un estudio, analizando los flujos de efectivo de algunas empresa de caldas para el sector comercial, industrial, de servicios y agropecuario, durante el periodo 2002-2010 en sus estructura de operación, financiación e inversión y determinar su relación con el entorno económico regional durante el mismo periodo. Con el estudio de diferentes variables económicas como el Producto Interno Bruto, el Desempleo y la Tasa de Interés y de esta forma, analizar sus comportamientos y explicarlos de acuerdo con los resultados obtenidos durante el periodo objeto de estudio en las empresas de Caldas de los sectores económicos señalados y que reportaron sus resultados a la Superintendencia de Sociedades<sup>1</sup>.

El presente trabajo de investigación se realiza para optar al título de Magister en Administración de Negocios, el cual está dividido en nueve secciones así: la primera es el planteamiento del problema, la segunda parte corresponde a la justificación del trabajo, tercero, plantea los objetivos generales y específicos; el cuarto tema señala el marco referencial; el quinto, el diseño metodológico, el sexto tema corresponde al desarrollo de la investigación y, en esta sección, se realiza el análisis de las variables macroeconómicas de los flujos de efectivo y el análisis estadístico correlacional; la séptima sección corresponde a las conclusiones del trabajo; el octavo tema planeta las recomendaciones derivadas del mismo trabajo y por último la bibliografía.

---

<sup>1</sup> Conforme a la norma colombiana regida por el decreto Nro. 4350 de 04 de diciembre de 2006, se determinan las personas jurídicas y sociedades sujetas a la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades.

## PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

### **Diagnóstico o Situación Problema**

La contabilidad, como otras disciplinas, trasciende en la medida que se dan avances en la tecnología, en la innovación, en las formas de generar conocimiento, etc. La contabilidad hoy por hoy en su objeto no solamente es mostrar resultados de las transacciones comerciales que se dan al interior de la empresa, la contabilidad es una herramienta en la cual se trata de explicar también estos resultados para facilitar la toma de decisiones empresariales tales como decisiones de financiación, inversión y de pago de dividendos, decisiones enfocadas hacia la creación de valor y permanencia de la empresa en el mercado. Algunas de las herramientas que posee la contabilidad para mejorar el análisis de la empresa es el análisis financiero el cual estudia la liquidez, la rentabilidad, el endeudamiento, el apalancamiento, entre otras herramientas que se enfocan para facilitar el análisis y contribuir al crecimiento de la organización.

En algunos países, los entornos económicos en que se desenvuelven las empresas, están marcados por altas tasa de interés en el mercado y ello conlleva a que las empresas revelen altos niveles de utilidades y bajos niveles de caja generándose una preocupación por la utilidad y análisis real de la información a partir de los estados financieros; por este motivo se implementó en nuestro país a partir de los años ochenta, la presentación de los flujos de efectivo como un estado financiero adicional para mejorar el análisis de la información generada por la contabilidad. En estos flujos de efectivo, se diferenciaron las actividades tanto de operación, de financiación e inversión, con el objeto de formular y pronosticar los resultados de caja y así complementar la información que se presenta en otros estados financieros tales como el balance general, el estado de resultados y los cambios en el patrimonio, como lo señala Hicks (1980).

Los flujos de efectivo, al igual que algunas de las herramientas nombradas son base para la toma de decisiones empresariales, ya que determinan de dónde provienen los recursos y cuál es su utilización y son base fundamental para determinar la liquidez y crecimiento de la empresa, así como también, el valor de la organización y las decisiones de tesorería en sus inversiones tanto del largo como de corto plazo.

En los últimos años han surgido varios estudios de valoración de empresas, siendo la base de estos los flujos de efectivo, ya que en el proceso de valoración uno de los métodos

más utilizados para calcular el valor de la empresa es el de flujos de caja (léase como flujos de efectivo) descontados, donde se separa la información en flujos de efectivo de las operaciones, de inversión y de financiación con el objeto de determinar el verdadero valor organizacional y determinar a partir de cuál de estos rubros se genera o se destruye el valor corporativo.

### **Formulación del Problema**

En la estructura financiera de las empresas del sector comercial explicar los resultados monetarios que se obtienen durante un periodo determinado, suele ser dispendioso dado que estos se ven afectados por factores internos y externos. En el caso de los factores internos las empresas generalmente recurren a resultados históricos y cortoplacistas tomando únicamente los estados de resultados para la toma de decisiones financieras dejando así de lado los conceptos de planeación de largo plazo; para el caso de los factores externos, influyen las variables del entorno macroeconómico, aspecto fundamental para hacer ejercicios de prospectiva que permitan visualizar las empresas en el mediano y largo plazo; relacionar estos resultados (factores internos y externos) con las tendencias económicas y sus variables hace que los análisis se hagan de forma diferencial; es decir, se pueden obtener variadas conclusiones y las empresas en su afán de tratar de explicar los resultados económicos y financieros lo que hacen es trasladar la responsabilidad de estos al entorno socio-económico actual como a las tasas de desempleo, inflación, impuestos, marco legal, externalidades, entre otros y en muchos casos depende más de factores internos que externos, pero es importante poder relacionar estos factores con los resultados empresariales y más con los flujos de efectivo donde podemos determinar si los resultados son óptimos o no, o si en su defecto, las empresas están generando flujos de efectivo por su actividad principal o por otras actividades desde el punto de vista de la operación, la inversión y financiación; conforme a este planteamiento, surge la siguiente problemática que se convierte en la pretensión de investigación y es eje fundamental del presente trabajo:

¿Cómo inciden las variables macroeconómicas regionales en los flujos de efectivo de las empresas de Caldas en el sector comercio que reportaron estados financieros a la Superintendencia de Sociedades durante el periodo 2002 – 2010?



## JUSTIFICACIÓN

A partir de la investigación de Molina (2010), titulada *Medición del Valor Económico Agregado de las Empresas de Caldas en el Periodo 2000-2008* y desarrollada por la misma línea de investigación del grupo de empresariado de la Universidad Autónoma y por los investigadores actuales, se analizó el EVA® como indicador de competitividad pero no se analizó el flujo de efectivo de las empresas, este indicador es fundamental para analizar si las empresas están generando flujo por la actividad principal o por otras actividades.

Conocer si las empresas son generadoras de recursos a partir de su actividad principal o de forma contraria a partir de otras actividades es fundamental, ya que esto nos permite determinar el grado de eficiencia operativa de cada una de las organizaciones objeto de estudio, además nos permite establecer el grado de liquidez con que esta cuenta para atender sus necesidades ya sea con terceros o con sus dueños.

El presente estudio es importante porque van a beneficiar todos los sectores dado que se realizará un análisis y correlación de los flujos de efectivo con los indicadores macroeconómicos. Los empresarios podrán acoger las recomendaciones del estudio y podrán tomar decisiones financieras orientadas hacia el mejoramiento de su competitividad, debido, como ya se dijo, a que puede hacer uso de la información extractada y de los resultados del estudio. Adicionalmente el estudio es acorde en el ambiente académico y afín con la misión de la Universidad Autónoma de Manizales y al desarrollo regional; por tanto, es necesario conocer el entorno empresarial y específicamente el financiero para poder generar estrategias de crecimiento y desarrollo empresarial.

La viabilidad de este trabajo se encuentra enmarcada en el entorno empresarial e institucional dado que la información de las empresas que reportan a la Superintendencia de Sociedades lo han venido haciendo periódicamente del 2002 al 2010; igualmente todo los análisis de las diferentes variables macroeconómicas se han adquirido vía documental. Para llevar a cabo la ejecución de este estudio se cuenta con todos los recursos, económicos, bibliográficos, estadísticos, documental, lo que permite concluir que dicho estudio es viable.

Este estudio es novedoso ya que en la actualidad trabajos financieros y económicos son muy escasos debido a la complejidad en el manejo de información contable y financiera además de una visión de los empresarios solo en el corto plazo donde es importante la

utilidad y el beneficio, pero nunca el largo plazo como oportunidad de crecimiento y permanencia en el tiempo. La correlación entre los flujos de caja y los indicadores macroeconómicos es de gran importancia para lograr unir el entorno económico con el desarrollo financiero empresarial; El sector comercial, el gobierno municipal y departamental no cuentan con una herramienta que les permita realizar predicciones de mediano y largo plazo que correlacione las variables macroeconómicas con sus flujos de efectivo futuros que les permita realizar una planeación financiera adecuada.

El presente proyecto de investigación está inscrito a la línea en finanzas y al grupo de investigación en empresariado, los investigadores principales pasaron el proyecto en mayo del 2011 y se decidió dividir el trabajo en 4 sectores (comercial, industrial, agropecuario y servicios) el sector comercio lo constituyen 2 estudiantes de maestría y el sector industrial 3 estudiantes de maestría. Según el artículo 37 del reglamento de posgrados UAM el límite de estudiantes por investigación es de 3 personas y se vio la necesidad que se conformaran grupos de 2 y 3 porque la recolección inicial de información era demasiada además de la depuración de estas bases de datos llevo un tiempo considerable, si analizamos la muestra de las empresas también es notorio que el sector comercio tiene 24 empresas a analizar y el sector industrial 34, por lo que se justifica que más de una persona trabaje en el proyecto.

El presente trabajo hace referencia al sector comercial.

## OBJETIVOS

### **Objetivo General**

- Establecer la relación que existe entre los flujos de efectivo de las empresas de Caldas sector comercial, que reportaron estados financieros a la Superintendencia de Sociedades durante el periodo 2002 - 2010 y el comportamiento del entorno económico regional durante el mismo periodo de tiempo.

### **Objetivos Específicos**

- Correlacionar las variables macroeconómicas (IGBC, DTF, PIB, Tasa de Interés y Desempleo), con la variación de los flujos de efectivo de las empresas de Caldas que reportaron a la Superintendencia de Sociedades en el periodo 2002-2010.

- Analizar los flujos de efectivo de las empresas de caldas generados desde la actividad principal y otras actividades.

- Realizar un análisis de la rentabilidad de activo y la utilidad operacional de las empresas de Caldas que reportaron a la Superintendencia de Sociedades en el periodo 2002-2010.

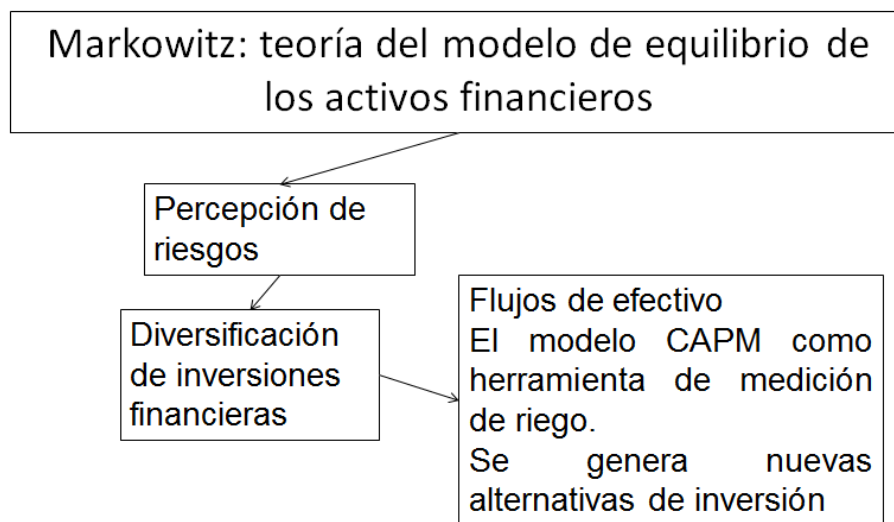
## MARCO REFERENCIAL

### **Marco Antecedentes**

El presente proceso investigativo se basa en la búsqueda y comparación que existe en el desarrollo de las diferentes actividades económicas (comercio, industria, servicios y agropecuario) que ejercen las diferentes empresas frente a la generación del flujo de efectivo que les permita, en un estado de liquidez, hacer frente a sus acreedores y propietarios. El proyecto se basa en la teoría del modelo de equilibrio de los activos financieros, planteada por Harry Markowitz, Premio Nobel de Economía 1990, quien plantea la diversificación que debe existir en las inversiones financieras, con el objeto de incrementar el valor de los rendimientos financieros, el cual afecta de forma directa los flujos de efectivo y en particular el flujo de efectivo de las inversiones, en la medida que al realizarse la diversificación de estas los riesgos disminuyen y muy seguramente el rendimiento de los flujos se incrementan.

El modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM), conocido como modelo de fijación de precios de los activos de capital, e identificado en el mundo financiero como CAPM, se utiliza para medir el riesgo de estos activos, lo cual facilita el proceso de análisis de los flujos de efectivo a partir de las inversiones.

**Figura 1. Teoría de Markowitz, Modelo de Equilibrio de Activos Financieros**



**Fuente: Gráfico tomado de Markowitz**

García Serna (1999), describe el flujo de efectivo así:

Es el flujo de caja que queda disponible para atender los compromisos con los beneficiarios de la empresa: acreedores y socios. A los acreedores se les atiende con servicio a la deuda (capital más intereses), y a los propietarios con la suma restante, con la cual ellos toman decisiones, una de las cuales es la determinación de la cantidad a repartir como dividendos. Por lo tanto la gestión gerencial debe propender por el permanente aumento del flujo de caja libre de la empresa (p. 13).

Y como lo describe Ross, (1997), el flujo de efectivo es

el que ayuda a explicar el cambio en el efectivo contable y los equivalentes mostrando de esta forma los diferentes flujos de efectivo, existiendo varios tipos de flujo de caja los cuales son necesarios para comprender la situación financiera de la empresa. El flujo de caja operativo, definido como beneficios antes de intereses y depreciación menos impuestos, mide el efectivo generado a partir de las operaciones sin contar los requerimientos de inversión o capital de trabajo. El flujo de caja total de la empresa, incluye los ajustes por gasto de capital y sumas al capital de trabajo neto (p. 38).

Para la construcción del EFAF y los flujos de efectivo estos se dividen en flujo de las operaciones, de las actividades de financiación y de las actividades de inversión, que al ser sumados da como resultado el Flujo de Efectivo Total.

Se entiende por Flujo de las Operaciones, las entradas y salidas de efectivo por ejercer la actividad principal del negocio, es decir, producto de la fabricación y venta de unos bienes o por la comercialización o la prestación de un servicio. En términos simples, el flujo de las operaciones, es el flujo generado por en el giro normal del negocio sin incluir otros ingresos u otros egresos.

El Flujo de las Inversiones, muestra la entrada y salida de recursos monetarios producto de diferentes actividades de inversión diferentes a la actividad principal, un ejemplo de ello, podría ser los intereses de los depósitos bancarios a través de diferentes productos financieros.

El Flujo de Financiación muestra las entradas y salidas de recursos monetarios que se dan al interior de la organización por parte de terceros y sus dueños o accionistas.

El cálculo de los flujos de efectivo se puede realizar a través de la construcción del EFAF (Estado de Fuentes y Aplicaciones de Fondos) estado financiero que muestra de donde salen los recursos monetarios en la organización y cuál fue la utilización que se le dio a cada uno de estos recursos, para así determinar el rumbo que se le da a cada uno de los dineros, ya sea que se destinaron a su actividad principal, en las actividades de financiación o en las actividades de inversión. En el EFAF se comparan diferentes estados financieros (Balance General y Estado de Resultados) consecutivos en su periodicidad, para poder conocer así la fuente y la utilización de los recursos.

Una empresa puede obtener recursos con aportes de capital de los dueños, con créditos externos, con venta de activos fijos, con la emisión de acciones y a través de la Generación Interna de Fondos (GIF) que se refiere a recursos que se generan al interior de la organización por ejercer la actividad principal del negocio y otras actividades alternas como lo son la financiación y las inversiones.

Todos los anteriores rubros son los llamados fondos, entendiendo por estos, aquellos recursos económicos de que la empresa dispone o espera obtener para el normal funcionamiento de esta.

A continuación se presenta cada una de las fuentes con las que cuenta la empresa.

**Aportes de capital:** Los dueños o socios de las empresas para poder participar de esta pueden hacer aportes de diferentes maneras, ya sea con conocimiento, dinero, activos fijos o cualquier otro elemento que pueda ser valorado en unidades monetarias. Estos son recursos que se utilizan para la operación de la empresa. Los aportes que hacen los socios son una fuente de largo plazo ya que estos recursos se utilizan o permanecerán durante largos periodos de tiempo dentro de la empresa.

**Créditos externos:** Los préstamos es una fuente de financiación muy utilizada por las empresas, ya que trabajar con estos recursos, en la mayoría de los casos, resulta menos costoso que obtener financiación a través de recursos propios.

Una empresa puede financiarse a través de fuentes externas (créditos externos) con préstamos bancarios, con los proveedores, con las prestaciones sociales por pagar a los empleados, con los impuestos por pagar (a la renta y complementarios, impuestos que las empresas generan y registran en los estados financieros de forma mensual y que su cancelación se realiza al siguiente año del periodo contable, lo que genera una entrada de recursos monetarios para la organización), con bonos (títulos que pueden emitir las empresas inscritas en bolsa de valores y que son previamente calificados antes de su emisión como forma de financiación de largo plazo), entre otros.

Conocer al interior de una organización el costo de financiarse con terceros o con los dueños, es un factor muy importante en cuanto a rentabilidades se refiere y este costo es el que se conoce como costo de capital promedio ponderado, que es el costo de financiamiento total de una organización teniendo en cuenta las diferentes fuentes de financiación con las que puede contar el empresario, para su cálculo se realiza a través de un promedio ponderado de acuerdo al monto de financiación de cada una de las fuentes con las cuales se está obteniendo dicha financiación.

**Venta de activos fijos:** Dentro de una organización generalmente se da el caso en el cual, por ejemplo una máquina puede estar ya muy utilizada o deteriorada, por lo tanto esta puede ser adquirida por otra empresa que necesite de ella. A partir de esta venta la compañía obtiene unos recursos monetarios, los cuales puede invertir en la compra de una nueva máquina para mejorar el proceso productivo o simplemente para incrementar el nivel de productos en proceso o terminados.

Los recursos que se obtienen por la venta de activos fijos, son generalmente de largo plazo, ya que usualmente se invierten en mejoras del activo vendido, el cual se espera utilizar durante un largo periodo de tiempo dentro de la empresa.

Emisión de Acciones: Otra forma de obtener recursos es a través de la emisión de acciones -es decir, títulos representativos de propiedad que le dan derecho a voz y voto a sus tenedores en la asamblea de accionistas y que generalmente entregan un dividendo periódico<sup>2</sup>- en la cual los compradores de estos títulos se convierten en participantes de las actividades de la empresa, o sea están corriendo con los riesgos empresariales.

Los inversionistas colocan el dinero en las empresas con el objeto de venderlas después por un precio mayor al de adquisición, no con el objeto de ser dueños de las empresas; pero si tener derechos sobre la misma. Para que los accionistas puedan vender sus acciones en el mercado a un precio mayor, necesariamente la empresa debe tener unos sólidos resultados económicos, en otras palabras, debe cumplir o ir en busca constante del alcance del objetivo básico financiero, donde el valor de la empresa va a aumentar y por ende el valor de la acción en el mercado.

Cabe anotar que según García Serna (1999) el objetivo básico financiero es la maximización de su valor o la maximización de la riqueza del propietario. Con base en la teoría de Flujo de Efectivo, el objetivo financiero se convierte en la generación de fondos hoy y siempre u hoy y en el futuro, cuyo objeto es garantizar la permanencia de la empresa en el mercado.

Estos recursos son de largo plazo para la empresa, pero para el accionista pueden ser de corto o largo plazo según el tipo de inversionista, ya sea de tipo activo o pasivo, entendiendo por inversionista activo, aquel que compra acciones de una empresa para obtener una utilidad en el corto plazo y venderla rápidamente. Mientras que el inversionista pasivo adquiere acciones para conservarlas durante un largo periodo de tiempo esperando obtener de esta unos buenos dividendos y una buena valorización en el mercado.

Generación Interna de Fondos (GIF): De todas las fuentes de financiación con las que cuenta una empresa, la más importante es la Generación Interna de Fondos. Esto se debe a que las empresas se crean con el objeto de transformar y comercializar bienes y

---

<sup>2</sup> Para la emisión de acciones las empresas deben estar inscritas en bolsa de valores y deben tener la denominación sociedad anónima (S.A.). Una forma de financiación menos costosa que otras fuentes que se ofrecen en el mercado.



servicios y por esta actividad esperan obtener unos beneficios, por lo tanto de estas ganancias una parte se destina generalmente, para el mejoramiento de la empresa y otra para los dueños representada en dividendos, señalando de esta forma que una empresa para tener un buen desempeño debe tener la capacidad de generar sus propios recursos para la efectiva operación, es entonces, a esto lo que llamamos Generación Interna de Fondos.

Un buen administrador debe tomar decisiones claras y correctas de financiación, es decir, de obtención de recursos, donde debe haber una proporción balanceada entre generación interna de fondos y deuda, donde no se comprometa la empresa en el futuro y pueda llegar a tener problemas de liquidez.

La generación interna de fondos se puede utilizar o aplicar en varios aspectos como son:

- Pago de dividendos
- Inversiones
- Pago de pasivos

Por lo tanto la generación interna de fondos se puede aplicar tanto en el corto plazo como en el largo plazo dentro de una empresa. El cálculo de la GIF se realiza de la siguiente forma:

Se parte de la utilidad neta, que presenta el estado de resultados y a este rubro se le suma la depreciación y las amortizaciones generadas durante el periodo, ya que estas no representan una salida real de efectivo dentro de la empresa. Su cálculo es así:

$$\begin{array}{r}
 \text{Utilidad Neta} \\
 + \text{Depreciación} \\
 + \text{Amortizaciones} \\
 \hline
 = \text{Generación Interna de Fondos "GIF"}
 \end{array}$$

Las salidas de efectivo o la utilización que se le dan a los recursos pueden estar representados por:

**Pago de las Obligaciones:** Concepto que está representado por los desembolsos que realiza la empresa como anticipo o cancelación de las deudas contraídas con las entidades financieras, acreedores, proveedores y pago a terceros. La cancelación de las deudas en sus

cuotas periódicas incluyen el abono al capital o el principal de la deuda y los intereses que en este tipo de operaciones se generan.

**Pago de los Impuestos:** De la actividad de económica o simplemente su actividad comercial, en las organizaciones se genera una tasa impositiva la que depende del desarrollo de sus operaciones ya sea esta de manufactura, comercialización o prestación de un servicio. En Colombia los tipos de impuestos que recaen sobre las transacciones comerciales que realizan las empresas, entre otros, están los siguientes:

**Impuesto sobre la renta y complementarios:** es un gravamen directo, según la DIAN (2011a), y “recae sobre los contribuyentes individualmente considerados y grava a quienes en la ley están previstos como sujetos pasivos que hayan percibidos ingresos como hecho generador del impuesto y en consecuencia, susceptibles de producir un incremento neto del patrimonio”. (p.13).

**Impuesto al valor agregado (IVA):** La DIAN lo define como un gravamen que “recae sobre el consumo de bienes, servicios y explotación de juegos de suerte y azar, es un impuesto de orden nacional, en Colombia se aplica en las diferentes etapas del ciclo económico de la producción, distribución, comercialización e importación”. (p. 119).

**Retención en la fuente:** como lo determina la DIAN (2011b), “es un mecanismo de recaudo que tiene por objeto conseguir en forma gradual, que el impuesto se recaude dentro del mismo ejercicio gravable en que se cause” (p. 9).

Cada uno de los impuestos nombrados anteriormente generan un desembolso periódico que afectan los flujos de efectivo, que para el caso específico, corresponde al de financiación.

**Pago de las obligaciones laborales:** El cliente interno de las organizaciones a través de su tipo de contratación laboral existente genera unos desembolsos de recursos monetarios periódicos como son: sueldo básico, auxilio de transporte, recargos nocturnos, horas extras, comisiones, bonificaciones y demás, los cuales su desembolso de dinero se da de forma diaria, semanal, quincenal o mensual y a su vez la empresa adquiere unos compromisos con terceros a través de las prestaciones sociales cuyos desembolsos se dan de acuerdo a la ley laboral Colombiana cada seis meses, o máximo cada año; igualmente, es de anotar la obligación de pagar los conceptos de seguridad social (salud, pensión, riesgos profesionales, fondo de solidaridad) y los aportes parafiscales (cajas de compensación

familiar, instituto colombiano de bienestar familiar y SENA) cuyo desembolso de dinero debe efectuarse de forma mensual.

**Pago de Obligaciones a los Propietarios:** Los estados financieros anuales muestran las utilidades por distribuir a los dueños la cual es autorizada por el órgano máximo de administración de la empresa, quien fija la fecha de desembolso de dicha obligación a sus propietarios.

El EFAF se compone principalmente de fuentes de fondos y aplicaciones de fondos, entendiéndose por esto lo siguiente:

**Fuente:** García Serna (1999) la define como “los recursos económicos que están permanentemente disponibles para que la empresa lleve a cabo sus operaciones, donde el efectivo puede llegar a ser uno de estos recursos” (p.342). La fuente también se refiere a los recursos se generan a través de inventarios, cuentas por cobrar, venta de activos fijos, desinversiones, entre otros.

**Aplicación:** Es un compromiso en el desembolso de los recursos, lo que quiere decir, muestra el rubro contable en el cual fue utilizado la disponibilidad de estos. En los movimientos contables se generan tanto las fuentes como aplicaciones, se presenta una fuente de recursos cuando hay una disminución en los activos, cuando hay un incremento en los pasivos y cuando hay un incremento del patrimonio. Se presenta una aplicación, cuando se da un incremento en los activos, una disminución de los pasivos y una disminución del patrimonio.

**Indicadores Macroeconómicos.** Para realizar análisis económico, específicamente análisis macroeconómico es fundamental la utilización de las estadísticas económicas que recogen y difunden los gobiernos. Estas estadísticas económicas son mejor conocidas como indicadores económicos. Estas guías o indicaciones son datos que miden el desempeño económico y nos ayudan a evidenciar y pronosticar crecimientos o decrecimiento de la economía. Como escribe Lora (2005):

A diario los medios de comunicación publican información económica en la que se describen puntualmente la evolución de variables que se consideran indicativas del comportamiento de corto plazo de la actividad económica. Estos indicadores sirven a un propósito muy concreto, tomar el pulso de la

economía, para que los agentes económicos, públicos y privados, tomen decisiones basados en información confiable y no en especulaciones (p. 6).

En nuestra economía, existen seis (6) variables que son las más importantes para analizar en el comportamiento de la economía, estas variables cuentan con datos históricos que los convierte en variables apropiadas para llevar a cabo un análisis. Las variables son:

- Producto interno bruto (PIB).
- Tasa de desempleo.
- Tasa de inflación.
- Tipo de interés.
- Tipo de cambio.
- Nivel de mercado de valores (para el caso colombiano el IGBC).

Para el caso de nuestra investigación se buscará establecer la correlación existente con las variables PIB del departamento de caldas, tasa de desempleo de caldas y tasa de interés.

Producto Interno Bruto (PIB): El término “PIB” fue introducido al mundo por el economista Simón Kuznets [1901-1985] investigador centrado en el análisis de los ciclos económicos y en los estudios cuantitativos, premio nobel en 1971 por sus aportes al análisis de la actividad económica mundial y de los países en vías de desarrollo.

El nivel de actividad de un país se mide a través del PIB, este representa la producción final de los bienes y servicios en un periodo de tiempo. Como dice De Gregorio (2006), al medir la producción final, se pretende “evitar contar los bienes intermedios; es decir, aquellos que se usan en la producción de otros bienes. De esta forma podremos evitar la doble -o más bien múltiple- contabilidad de bienes.” (p.14).

Según Delong (2003), podemos dividir el significado de Producto Interno Bruto en dos partes, en primer lugar, la expresión *Bruto* significa que ésta medida incluye la reposición del equipo y las estructuras desgastadas y obsoletas así como la inversión totalmente nueva (las medidas brutas se diferencian de las medidas netas en que solo incluyen las inversiones que aumentan el stock de capital; las medidas netas son mejores que las brutas, pero la información necesaria para elaborarlas no es fiable). En segundo lugar, la expresión *Interior* o *Interno* significa que ésta medida tiene en cuenta la actividad

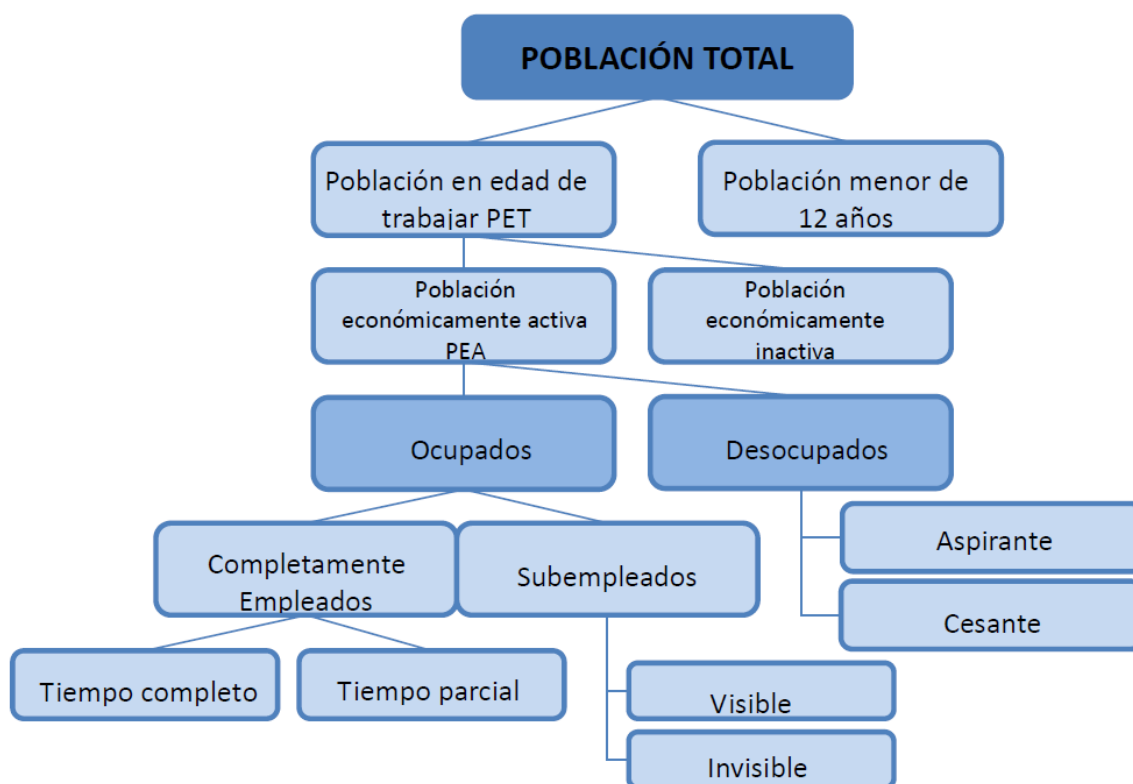
económica que se realiza en el país independientemente de que los trabajadores sean o no residentes legales y de que las fábricas sean o no propiedad de las empresas de nuestro país (las medidas interiores se diferencian de las medidas nacionales en que tienen en cuenta toda la actividad económica que realizan los ciudadanos de nuestro país que son residentes permanentes y las empresas que poseen). Por último la expresión *Producto* significa que el PIB real representa la producción de bienes y servicios finales. Incluye tanto los bienes de consumo (las cosas que los consumidores compran, llevan a casa o sacan de casa para consumirlas), como los bienes de inversión (cosas como las maquinas, herramientas, edificios, las autopistas, y los puentes, que aumentan el stock de capital y la capacidad productiva del país). También comprende las compras del estado que son las cosas que compra y utiliza el estado en su calidad de agente colectivo.

Medición del desempleo: DeLong (2003) señala que los desempleados son las personas que quieren trabajar y que están buscando trabajo activamente, pero aún no han encontrado ninguno (o aún no han encontrado uno que les parezca lo suficientemente atractivo para no continuar buscando otro mejor), la tasa de desempleo es igual al número de desempleados dividido entre la población activa total, que es la suma del número de desempleados y el número de ocupados. Cuando la tasa de desempleo es alta, la economía de mercado no funciona bien. La tasa de desempleo es el mejor indicador del funcionamiento de la economía en relación con su potencial productivo.

Con base en criterios laborales de la economía y relacionados con el PIB, se esboza, en primer lugar, que la economía se plantea sobre qué es lo que determina el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) y en segundo término, que factores son los que llevan a que el Producto Interno Bruto (PIB) se incremente en un periodo determinado; redondeando el tema, lo que se pretende indicar es que la crisis económica de los años treinta conocida como la *gran depresión de los años treinta* que en esencia fue este ciclo económico que sugestionó o inspiró al economista inglés John Maynard Keynes para que escribiera su obra maestra, *La teoría general del empleo, el interés y el dinero*, y la cual le permitió rebatir la teoría clásica del pleno empleo vigente hasta esta fecha; demostró el escritor, que la economía podría tener períodos de gasto escaso o insuficiente y períodos de gasto excesivo. Cuando hay un gasto insuficiente generalizado, se acumulan los inventarios reduciendo la producción y recortando el empleo y en consecuencia se reducen los gastos de inversión

provocando una caída mayor en el gasto total, de lo cual surgen períodos de recesión e incluso de depresión, como lo señala Keynes (1998). Además estableció que una economía deprimida continuaría con esta tendencia, a no ser que se revitalice gracias al gasto público; de esta manera persuadió a los gobiernos occidentales para que disminuyeran el desempleo mediante grandes déficits presupuestarios conocido en nuestra época como política fiscal.

**Figura 2: Distribución Población**



Tipo de interés: Aunque se habla de tipo de interés, en realidad existen muchos tipos de interés que se aplican a préstamos de diferente grado de riesgo. Según Delong (2003), el tipo de interés es importante porque de él depende la distribución del poder adquisitivo a lo largo del tiempo. Las personas o las empresas que piensan que pueden hacer buen uso de más recursos financieros piden préstamos, prometiendo devolver en el futuro con intereses, el poder adquisitivo que utilizan hoy.

Siempre que los tipos de interés son bajos (es decir cuando el dinero es barato) la inversión tiende a ser alta, ya que las empresas observan que una amplia variedad de

posibles inversiones generará suficiente efectivo para pagar los intereses del dinero tomado en préstamo, devolver el principal y obtener aun así beneficios o ganancias

Los indicadores antes mencionados deben analizarse con series de tiempo debido a que solo un dato no es suficiente para poder sacar conclusiones; por esto los datos de PIB de caldas y de tasa de desempleo son cifras publicadas en Colombia por el DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadística). En cuanto al tipo de interés, son tasas que son fijadas por el Banco Central. En Colombia los datos de tasas de interés están publicados por El Banco de la República.

**DTF, ¿La tasa de interés de la economía?** Entre las muchas particularidades del funcionamiento del día a día del sector financiero en Colombia, la tasa de interés merece un capítulo aparte, y específicamente la diversidad de indicadores que la miden. La utilización cotidiana e indiscriminada de denominaciones como efectivo anual, trimestre anticipado y vencido y semestre anticipado y vencido tienen como resultado desorden y desinformación para los usuarios y los propios agentes del sistema financiero. De otro lado, el sinnúmero de tasas de interés en el mercado son otro ejemplo de confusión. La existencia de la TBS (Tasa Básica de la Superintendencia Bancaria), la TIB (Tasa Interbancaria), la DTF (tasa de captación a través de Depósitos a Término Fijo), la TCC (Tasa de Captación de las Corporaciones Financieras), la tasa de los TES e incluso la tasa de las operaciones de intervención del Banco de la República conforman el universo de indicadores que buscan identificar el costo de los recursos en la economía.

En medio de este alto número de tasas de interés, la tasa DTF se ha convertido en la principal referencia de la evolución del costo de los recursos en la economía colombiana. Dada la importancia que tiene para una economía el comportamiento de su tasa de interés de referencia, el presente escrito analiza las características de la DTF, las principales críticas a su cálculo y finalmente se realiza una propuesta alternativa.

**¿Qué es la DTF?** La tasa DTF es el resultado de promediar la tasa de captación a 90 días a través de Certificados de Depósito a Término (CDT) de todos los intermediarios financieros, ponderado por el monto captado. A partir de la información que todos los intermediarios financieros envían diariamente a la Superintendencia Bancaria, hoy Superintendencia Financiera, sobre sus captaciones, el Banco de la República realiza el cálculo con las captaciones a 90 días e informa el valor de la DTF al mercado. Las

entidades cuyas captaciones entran en el cálculo son bancos, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial.

El periodo de vigencia de la DTF es de una semana, y para su cálculo se toman las operaciones ocurridas desde el viernes de una semana hasta el jueves de la semana siguiente, de forma que el viernes siguiente el Banco de la República da a conocer la DTF que estará vigente del lunes al domingo próximo. A diferencia de la metodología utilizada para el cálculo de la tasa básica de la Superintendencia Bancaria (TBS), la DTF incluye todas las operaciones a 90 días a través de CDT, mientras la TBS excluye ciertas observaciones de acuerdo con determinados criterios técnicos. Adicionalmente, la TBS calcula tasas indicativas para distintos plazos y lo publica en forma diaria.

En los últimos quince años, la DTF nominal ha observado una evolución que podríamos agrupar en tres fases claramente diferenciables. Desde inicios de 1986 hasta finales de 1991, la DTF presentó un comportamiento relativamente estable (una desviación estándar de sólo 2.4%) con una tasa nominal que giraba alrededor de un nivel del 34%.

A la par con la introducción de un Banco Central independiente, con claras y definidas responsabilidades de control del nivel de precios y el inicio efectivo del proceso de reducción de la inflación, la DTF experimentó una disminución en su nivel nominal, acompañado de un incremento en su volatilidad (la desviación estándar de la DTF en el período comprendido entre octubre de 1991 y octubre de 1998 fue 4.4%). En este período, el nivel promedio de la DTF fue 29%. Desde finales de 1998, la DTF se ha desplomado en una caída sin precedentes. De niveles de 37.5% en noviembre de 1998 la DTF cayó a 10% en un período de sólo 14 meses. La tendencia de reducción es tan clara y definida que no es posible identificar un nivel medio en torno al cual fluctuara la DTF. Este comportamiento ha estado asociado con el proceso de recesión de la producción de la economía colombiana que ha afectado en forma especial al sector financiero, y obviamente a la brusca corrección a la baja del nivel de inflación.

Si bien el comportamiento de la DTF nominal da una idea de la volatilidad de la tasa y su relación con los cambios institucionales y del entorno macroeconómico, la DTF real da 12 a 14 días, 15 a 29 días, 30 días, 60 días, 90 días, 180 días, 360 días y más de 360 días una mejor idea de la evolución del costo de los recursos medidos por esta tasa de



referencia. Esto es especialmente importante si consideramos la reducción de la inflación que se ha dado en Colombia desde 1990.

De la observación de la evolución de la DTF real en los últimos 15 años vale la pena llamar la atención sobre dos hechos: la ocurrencia de una DTF real negativa entre abril y septiembre de 1992 (única ocasión en el período analizado) y un incremento de la volatilidad de la DTF real desde 1994.

El observar tasas reales negativas es un fenómeno poco común en países en vías de desarrollo donde la abundancia relativa de capital ha sido tradicionalmente baja, por lo que la tasa de retorno a éste es alta comparada con países en estados más avanzados de desarrollo. Desde finales de 1991, sin embargo, el Banco de la República condujo una política expansionista con el fin de llevar las tasas de interés domésticas a estándares internacionales, lo cual, combinado con un nivel de inflación cercano al 25% derivó en tasas reales negativas. La política monetaria adoptada por el Banco de la República produjo tasas de crecimiento de los medios de pago superiores al 40% anual frente a tasas de inflación del orden del 25%.

Este cambio en la orientación de la intervención del Banco de la República se percibió en su momento como una modificación estructural que exigía el nuevo escenario de apertura de la economía: Por ejemplo la Constitución de 1991 produjo una serie de cambios importantes sobre las instituciones económicas del país. A nivel de la autoridad monetaria se dio independencia al Banco Central, se definió la estabilidad del nivel de precios como su único mandato y la necesidad de decisión unánime de su Junta Directiva para otorgar crédito al Gobierno Nacional. De otro lado, la política de apertura e inserción en los mercados internacionales implicó la creación de nuevas instituciones gubernamentales y la reforma de otras.

Como dice el Banco de la República de Colombia (1992), citado por la Corporación Financiera del Valle (2001):

Desde octubre de 1991 la política monetaria ha tenido como objetivos reducir el diferencial de tasas de interés con el exterior y permitir, dentro de márgenes moderados, una mayor expansión del crédito doméstico, lo que redundaría en un aumento en el consumo. Se modificó así el énfasis tradicional de control sobre la cantidad de dinero, por un mayor seguimiento

a la evolución de las tasas de interés; con tal propósito se ha venido reduciendo el saldo de OMA y el Banco de la República ha liderado una caída de las tasas de captación domésticas (p.4).

A excepción de este episodio, la DTF real presentó un comportamiento relativamente estable hasta finales de 1998. A pesar de picos como los de finales de 1994 y 1995, la tasa DTF real fluctuaba alrededor de un nivel de 6.5%, que es el que generalmente se asocia al nivel de largo plazo de la DTF real en Colombia. Sin embargo, al igual que en el caso de la DTF nominal, el final de 1998 señala el punto de quiebre más importante de la DTF real. Después de alcanzar en noviembre de 1998 el nivel de tasa real sobre IPC más alto de todo el período analizado (casi 18%), la DTF inició un proceso de caída vertiginoso que la llevó a comienzo de 2000 a niveles de 0.5%.

Del comportamiento de la DTF real se puede concluir que la caída de la DTF nominal en 1999 no se debió a una reducción de la inflación, en cuyo caso la DTF real no se habría alterado, sino a otros factores, como la fuerte contracción del sector financiero, la caída en el nivel de producción de la economía y una política monetaria más holgada de parte del Banco de la República.

La causalidad que ha llevado a esta caída de la tasa de interés pasa por la reducción de la demanda por recursos. En un escenario de recesión, además de la contracción de la demanda interna, las consideraciones de riesgo hacen que el número de agentes de la economía calificados para acceder a crédito por parte del sector financiero se reduzca (sobre todo después de un proceso de expansión descontrolada del crédito como el de la economía colombiana a mediados de los noventa). Este hecho reduce la necesidad de captación de recursos por parte de las entidades financieras.

Para adaptarse a este escenario, las entidades financieras redujeron el nivel de sus tasas de captación a niveles que se conocieron como **tasas para no captar**. Es decir, tasas de rendimiento tan bajas que llevaban a los ahorradores a buscar otras opciones de inversión distintas a los CDT's de las entidades financieras. Esta situación era sostenible debido a que la contracción de la cartera de créditos de las entidades era tal que no había necesidad de buscar nuevos recursos.

Desde marzo de 2000, la tasa DTF real ha iniciado un lento pero sostenido proceso de incremento que la ha llevado a niveles de 4.6% al cierre de febrero de 2001, acercándose al nivel de largo plazo mencionado anteriormente de 6.5%.

**La tasa de referencia.** En los últimos años la DTF ha logrado posicionarse como la principal tasa de referencia de la economía colombiana por encima de la TCC, e incluso de la TIB. Su uso ha crecido de tal forma que a pesar de ser un promedio de las captaciones a 90 días, la DTF ha sido utilizada para indexar bonos de largo plazo (7 y 10 años) de empresas privadas y entidades públicas. Incluso los bonos de Fogafin, utilizados por el Gobierno Nacional en el salvamento y capitalización de las entidades financieras, han sido indexados a la DTF. El cuadro a continuación, muestra los principales bonos emitidos en el último año [se hace referencia al año 2000], indexados a la DTF.

En el caso de los bonos de largo plazo indexados a la DTF, también se presenta una distorsión que puede atribuirse a las deficiencias de la tasa de referencia. El indexar un título a una tasa de referencia de mercado es un mecanismo para proteger, tanto al emisor como al comprador del bono, de las variaciones futuras en la tasa de interés. Por lo tanto, la prima o el margen sobre la DTF que rinden estos títulos sólo deben reflejar el riesgo del emisor del título y no las condiciones del mercado de dinero. Sin embargo, en las colocaciones de esta clase de bonos se pueden observar diferencias en el margen sobre DTF para una misma empresa en un margen tan corto de tiempo que no pueden explicarse por cambios de riesgo del emisor. Estos cambios en el margen sobre DTF de estos títulos parecen estar relacionados con el nivel de la tasa de interés de la economía, desvirtuando el papel de la indexación del bono a la DTF.

Al tomar como ejemplo empresas que realizaron colocaciones de bonos indexados a la DTF en dos momentos distintos del tiempo, se pueden observar los cambios que experimentaron los márgenes sobre DTF de los bonos a pesar de que el riesgo del emisor no había cambiado.

Entre diciembre de 1999 y enero de 2000 la empresa Bavaria realizó dos emisiones de bonos indexados a la DTF. Aunque el riesgo emisor de Bavaria no se modificó en ese mes, el margen sobre DTF de los bonos cayó 25 puntos básicos (pbs) para los plazos de 3 y 5 años y 15 pbs para el plazo de 7 años. Este cambio en el margen coincidió con una caída

de las tasas de interés en ese período: la DTF pasó de un promedio de 16.8% en diciembre de 1999 a 14.3% en enero de 2000.

**Las críticas a la DTF.** El principal inconveniente técnico de la tasa DTF como tasa de interés de referencia de la economía colombiana es que ésta no refleja correctamente el costo real de los recursos en la economía. Las consideraciones que se presentan a continuación se pueden agrupar en dos grupos: problemas de metodología y problemas de mercado.

**Problemas de Metodología.** La metodología de cálculo de la DTF presenta varias características que no lo hacen un indicador adecuado de la tasa de interés del mercado.

**Riesgos heterogéneos:** Al incluir en forma indistinta las captaciones de instituciones de crédito con niveles de riesgo muy diferentes, no se reconoce el hecho de que a mayor riesgo del emisor corresponde un mayor retorno sobre el capital.

Con un indicador que no reconoce diferencias de riesgo, surge la pregunta: ¿la DTF es el costo de “prestar” recursos a quién? La respuesta es un rango que va desde un banco filial de una de los más sólidos grupos financieros del mundo hasta instituciones al borde de ser intervenidas por Fogafin. Como resultado de esta metodología de cálculo se tiene una tasa cuyo significado no es de especial utilidad para el mercado, ya que “el promedio de las captaciones a 90 días de todas las entidades” no dice mayor cosa sobre el riesgo de estas captaciones.

Adicionalmente, el cambio en el nivel de la DTF también podría ser sujeto de varias interpretaciones. Un incremento de la DTF podría responder efectivamente a que todos los intermediarios aumentaron sus tasas de captación a 90 días o bien a que las instituciones con mayor riesgo (y por tanto que pagan una mayor tasa) captaron una mayor proporción del total de recursos mientras las de menor riesgo (y que pagan una menor tasa) captaron menos. En este caso, la tasa de interés de captación de cada uno de los intermediarios podría haberse mantenido inalterada y sin embargo la DTF subiría, sugiriendo, erróneamente, que la tasa de interés de la economía subió.

Las experiencias internacionales sugieren que la determinación del riesgo que refleja una tasa de referencia es esencial para la utilidad del indicador. Por ejemplo, la tasa Prime en Estados Unidos incluye en su cálculo las tasas a las que los principales bancos prestan dinero a sus clientes preferenciales. Al estandarizar el riesgo de las observaciones

incluidas en el cálculo de la tasa en un nivel específico (clientes preferenciales), se homogeniza y define claramente el riesgo correspondiente a la tasa Prime. La utilización de las tasas de rendimiento de los bonos del tesoro norteamericano como referencia en el mercado, es otro ejemplo de la importancia del riesgo homogéneo en la determinación de una tasa de interés de referencia.

***Vigencia y rezago del cálculo.*** Es difícil comprender cómo un mercado monetario que busca ser dinámico y con expectativas de crecimiento, sigue rigiéndose por una tasa de referencia que permanece inalterada a lo largo de 7 días. Esto es especialmente llamativo en Colombia, donde las noticias que afectan el costo de los recursos cambian casi diariamente. Eventos que van desde cambios en las reglas de intervención del Banco de la República en el mercado hasta la turbulencia política, no pueden ser capturados oportunamente por la DTF. Este hecho implica también una menor transparencia del indicador y una mayor dificultad en el seguimiento del mercado, ya que los movimientos del mercado se reflejan en un solo cambio cada semana, en lugar de progresivos cambios diarios.

Adicionalmente, el rezago en el cálculo de la DTF hace que la tasa no refleje oportunamente los cambios en las condiciones del mercado. En el caso más extremo, una modificación de las condiciones del mercado ocurrida un viernes 2 de cualquier mes, sólo se reflejará en la DTF que entra en vigencia el lunes 12 de ese mismo mes. Como consecuencia de esta característica, en ocasiones el mercado ya no se guía por el nivel o la variación de la DTF porque sabe que no refleja lo sucedido en los últimos días y que en realidad el nivel de la tasa de interés es otro.

***Otros plazos.*** La tasa DTF se concentra única y exclusivamente en las captaciones a 90 días. Por lo tanto no permite conocer ni el nivel ni los cambios de la tasa de interés en plazos distintos, por lo que la información sobre los cambios en la curva de rendimiento de la economía se desconoce. Este problema no sería tan grave si efectivamente buena parte de las captaciones de las entidades financieras se concentraran en el plazo de 90 días. Sin embargo, y aunque en relación a los plazos tradicionales de 180 y 360 días las captaciones a 90 días son mayores, esto no parece ser cierto al observar las captaciones entre 80 y 100 días. Según la Asociación bancaria, el grueso de las captaciones entre 80 y 100 días no se presenta en el plazo de 90 días.

Por lo tanto, al incluir exclusivamente las tasas de captación a 90 días en el cálculo del indicador, se deja por fuera la mayor parte de la información cercana a los 3 meses. Aparte del problema de representatividad de la muestra que implica este hecho, surge la inquietud sobre qué hace que las entidades abandonen las captaciones a un plazo convencional y estándar como 90 días a favor de captaciones a 93, 95 o 97 días. Nuestra hipótesis para responder a estas preguntas da pie al segundo grupo de cuestionamientos a la DTF.

***Problemas de Mercado.*** El hecho de que los intermediarios financieros hayan desplazado sus captaciones hacia plazos entre 91 y 100 días en lugar del plazo de 90 días que entra a hacer parte del cálculo de la DTF, es un indicio de la existencia de problemas de mercado en la construcción de la DTF.

Nuestra hipótesis para el desplazamiento de las captaciones hacia plazos distintos a 90 días por parte de las entidades financieras es la siguiente: como las captaciones a 90 días son las que se reportan a la Superintendencia Bancaria, y esta información a su vez se convierte en pública, la solvencia de las entidades de crédito puede ser analizada por el resto del mercado a partir de su costo de fondeo a 90 días.

Existe la percepción, errada en la mayoría de casos, de que una entidad que capta por encima del promedio del mercado se encuentra en dificultades de liquidez y que por ello necesita conseguir recursos a través de tasas de captación altas. Si esta percepción sobre la solidez de la entidad se propaga, es probable que los otros agentes del mercado le reduzcan los cupos de fondeo o le incrementen el costo de los préstamos. Este riesgo no es despreciable, especialmente si se considera la debilidad actual del sistema financiero, sus resultados recientes y la importancia cada vez mayor del análisis de riesgo en las entidades financieras en Colombia.

En este sentido, el objetivo de las entidades es dar una imagen sólida por lo que deciden mostrar tasas de captación bajas a 90 días. Este esquema es sostenible en la medida en que las entidades no captan la mayor parte de recursos a 90 días, sino que lo hacen a plazos cercanos pero diferentes. Así, las entidades pueden ofrecer tasas altas en los plazos cercanos a 90 días para captar los recursos del público sin afectar su imagen en el mercado. El resultado de esta lógica es una distorsión en la tasa promedio de captación a 90 días.

Esta distorsión, resultado de problemas del mercado, muestra que la DTF no refleja en forma razonable el verdadero nivel de la tasa de interés. En primer lugar, porque el monto de las captaciones a 90 días no es representativo dentro del monto total de captaciones de las entidades en plazos similares. Y en segundo lugar, porque los valores de las tasas de interés de las captaciones a 90 días no corresponden al verdadero valor del rendimiento de las captaciones de las entidades.

**Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC).** Es el resultado de ponderar las acciones más líquidas y de mayor capitalización que se negocian en la Bolsa, es decir aquellas que tienen una mayor rotación y frecuencia. Aquellas acciones que tengan una rotación mayor a 0,5% semestral y una frecuencia superior a 40% en el trimestre anterior, son incluidas dentro del IGBC. Este índice opera desde la fusión de las tres bolsas bursátiles que existían en 2001: Bogotá, Medellín y Occidente. Trimestralmente se recalcula la composición del IGBC y se obtiene una nueva canasta de acciones.

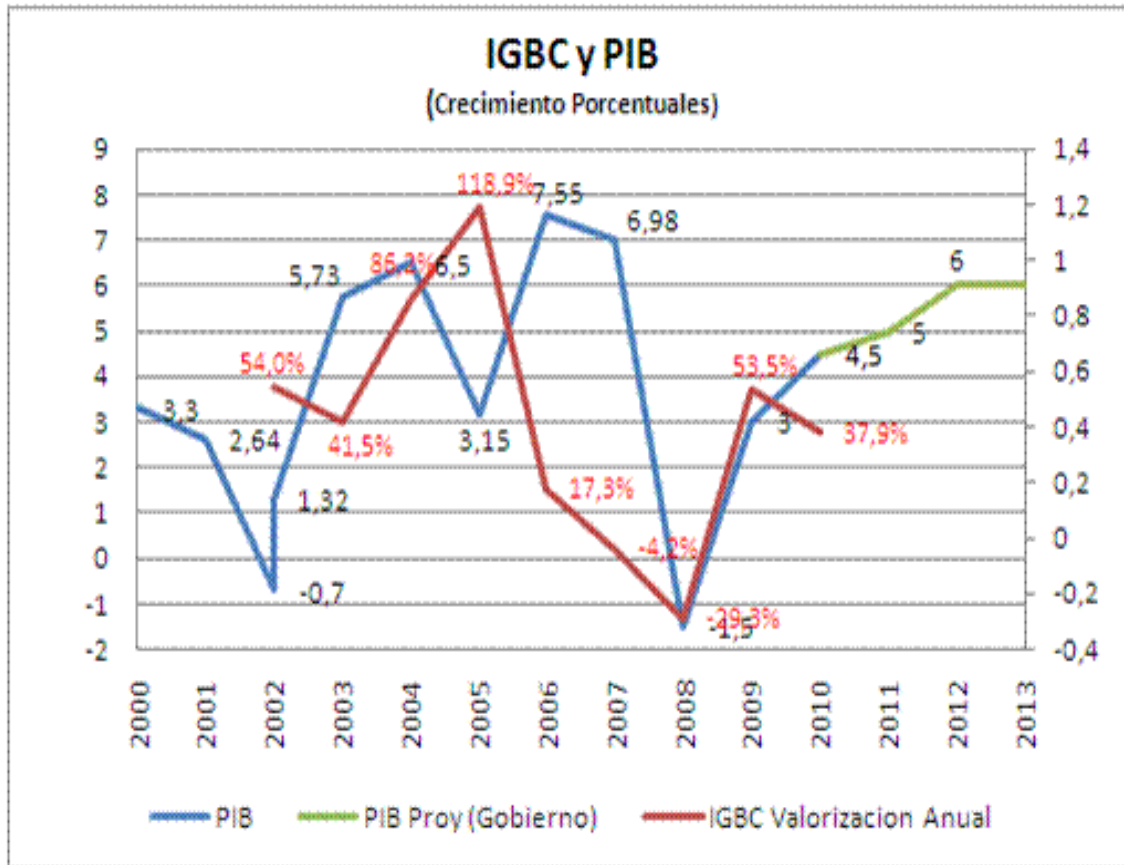
El Índice de la Bolsa de Valores de Colombia, en esencia, es el indicador bursátil del mercado de la Bolsa de Valores de Colombia (s.f.a), refleja el comportamiento promedio de los precios de las acciones en el mercado, ocasionado por la interacción de las fluctuaciones que por efecto de oferta y demanda sufren los precios de las acciones. Diferente del índice COLCAP y del índice COL20 índices del mercado accionario que miden, en el caso del Colcap, el movimiento de las acciones más transadas y cotizadas en la Bolsa de Valores haciendo referencia al concepto de bursatilidad. El Col20, en esencia mide únicamente conceptos de liquidez en el mercado accionario.

El IGBC, entonces, es el instrumento más representativo, ágil y oportuno para evaluar la evolución y tendencia del mercado accionario y, independientemente de ser el índice general de la bolsa dado que pondera las acciones más líquidas y de mayor capitalización. Cualquier variación de su nivel es el fiel sinónimo del comportamiento de este segmento del mercado, explicando con su aumento las tendencias alcistas en los precios de las acciones y, en forma contraria, con su reducción, la tendencia hacia la baja de los mismos.

La gráfica 3 que se observa, superpone el cambio porcentual del I.G.B.C. anual frente al crecimiento del PIB en Colombia. La correlación visual es alta demostrando una idea básica, pero al parecer no entendida del todo por algunos analistas macro: mientras el ciclo económico dure, tendremos una tendencia alcista en las acciones.



Figura 3: IGBC Y PIB



Fuente: Gráfico tomado de la Asociación Nacional de Instituciones financieras -ANIF

### Marco Demográfico

**Población Objetivo.** El siguiente cuadro, muestra el total de empresas, por año, que reportaron sus estados financieros a la Superintendencia de Sociedades, del total de empresas que se indica en la tabla 1, mil ochocientos cincuenta y siete (1.857) empresas presentaron el reporte conforme a la norma establecida .

**Tabla 1: Población Objetivo**

<b>Año</b>	<b>Número de empresas</b>
2002	86
2003	91
2004	115
2005	215
2006	244
2007	245
2008	265
2009	315
2010	281
<b>TOTAL</b>	<b>1857</b>

**Fuente:** Tabla elaborada por los autores con información suministrada por la Superintendencia de Sociedades, para el periodo 2002-2010

De acuerdo a la población objetivo requerida en el presente trabajo, son las empresas que reportaron los flujos de efectivo de forma consecutiva y continua año tras año, durante el periodo comprendido entre los años 2002 – 2010 para el departamento de Caldas ante la Superintendencia de Sociedades, conocida por su sigla “Supersociedades”.

De acuerdo a lo anterior, las empresas que cumplen estrictamente con este requisito son setenta y ocho (78) empresas. La tabla 2, muestra las empresas objeto del estudio, de las cuales para el sector comercial corresponden 24 empresas:

**Tabla 2: Población**

<b>Razón Social</b>	<b>NIT</b>
Jaramillo Gutiérrez & Cía. s. en c.	800.019.837
Explanaciones y construcciones Ltda.	800.026.389
R y s constructores Ltda. en acuerdo de reestructuración	800.027.557
Industrias Básicas de caldas s.a.	800.027.867
Proseguir s.a.	800.031.865
Agroindustrial san José s.a.	800.035.120
Productos químicos andinos S.A	800.042.175
Stepan colombiana de químicos s.a.	800.044.807
Descafeinadora colombiana s.a.	800.045.228
Tecnigrés S.A en acuerdo de reestructuración	800.045.236
Tm y cia s. En c a.	800.050.749
Pulverizar s.a.	800.051.306
Remo representaciones y distribuciones Ltda.	800.051.829
Compañía nacional de café s. A.	800.052.161
Trilladora Manizales S.A.	800.111.448
Vehículos de caldas S.A	800.129.263
Gutiérrez e hijos y Cía. s en c	800.136.199
Inversiones cambia s.a.	800.149.426
Constructora las Galias S.A	800.161.633
Droga s.a.	800.161.660
Distribuidora Surticaldas limitada.	800.167.006
Sercofún caldas Ltda. Funerales los olivos Ltda.	800.180.230
Inversiones Rescandi s.a.	800.233.690
Contactamos Ltda.	810.000.450
Empresa de servicios san Marcel empresa unipersonal	810.000.819
Armotor S.A	810.000.882
CI color siete S.A en acuerdo de reestructuración	810.001.350
Inversiones G-2 S.A	810.002.223

Productora de gelatina S A	860.010.192
Casa López S.A.	890.800.120
Cauchosol de Manizales S.A.	890.800.124
Cementos de caldas S.A.	890.800.127
Colombit S A	890.800.148
Tejidos industriales Coveta S.A	890.800.189
Editorial la patria S.A.	890.800.234
Central lechera de Manizales S.A	890.800.252
Fondo ganadero del centro s.a.	890.800.307
Herramientas agrícolas s.a.	890.800.413
Induma S.C.A.	890.800.450
Inversiones Iderna s.a. - en concordato	890.800.452
Hada s.a.	890.800.467
Sucesores de José Jesús Restrepo S.A	890.800.718
Urbanizadora Sancancio S A, en acuerdo de restructuración	890.800.766
Sumatec S.A.	890.800.788
Vega limitada	890.800.896
Basculas Prometálicos S.A.	890.800.999
Compañía manufacturera Manisol S A	890.801.339
Riduco S.A.	890.801.451
Diego Vallejo S.A. - en acuerdo de restructuración	890.801.486
Mabe Colombia S.A.	890.801.748
Casa Restrepo S.A.	890.801.770
Arme S.A.	890.802.586
Colombiana de autos S A	890.802.651
Maderas y celulosa S.A.	890.802.696
Jardines de la esperanza S.A.	890.803.003
Minerales de caldas S A	890.803.049
Hacienda Dinamarca Ltda.	890.803.373
Sociedad hotelera de Caldas S.A	890.803.603

José (lolo) Gómez e hijos Ltda.	890.803.633
Gutiérrez Buenos Aires y cía. s en c a	890.803.981
Siderúrgica colombiana S.A	890.804.714
Hotel carretero S.A.	890.804.955
Comercial caldas S.A.	890.805.168
CI. Súper de alimentos S A	890.805.267
Tecnología en cubrimiento S A	890.805.453
Industrias Fermar Ltda.	890.805.814
Gómez Hoyos y cía. s. En c.	890.806.180
Central de sacrificio Manizales S. A.	890.806.225
Inversiones Molina Jaramillo y cía. s en C.S.	890.806.441
Ferretería Aristizabal y cía. Ltda.	890.806.481
Almacén exclusivo duque valencia y cía. Ltda.	890.806.567
Armetales S.A.	890.806.999
Panadería la victoria Gómez Jaramillo Ltda.	890.807.115
Ambrosio y Jorge Echeverri Ltda.	890.807.213
Colombiana de deshidratados S.A	890.807.354
Gómez Raad y cía. s. en c.	890.807.359
Grupo López y cía. S. en c.	890.807.480
Bellota Colombia S A	890.807.976
Oleaginosas las brisas S A	890.901.733

**Fuente: Tabla elaborada por los autores con información suministrada por la Superintendencia de Sociedades, para el periodo 2002-2010**

### **Marco Legal**

Actualmente la legislación colombiana no exige a las empresas de carácter privado y con ánimo de lucro presentar, ante la Superintendencia de Industria y Comercio o ante la Superintendencia de Sociedades, un análisis de sus estados financieros para verificar su liquidez, rentabilidad o su endeudamiento.

Esto se debe principalmente a que son empresas cuyo capital inicial es privado, por lo que el Estado no posee las herramientas jurídicas para hacer un control sobre este tipo de información.

Lo que sí es de carácter obligatorio es la presentación de los estados financieros, al menos una vez al año, del balance general y el estado de resultados -de acuerdo al Decreto 4350 del 2006-, pero este requerimiento no se realiza para llevar a cabo un análisis profundo de cada empresa, sino para determinar algunas variables sectoriales como el nivel de activos, endeudamiento y las ganancias o utilidades del periodo, así como también para determinar la clasificación de pequeña, mediana o gran empresa.

En el sistema financiero colombiano ocurre totalmente lo contrario, pues existe un seguimiento permanente a las cifras del sector y de las organizaciones en forma particular, a través de la Superintendencia Financiera, pero esto se realiza principalmente para proteger los depósitos de los ahorradores, ya que este es un sector muy vulnerable y determinante dentro de la economía de un país.

## DISEÑO METODOLÓGICO

### **Tipo de Estudio**

Esta investigación será de carácter documental y descriptiva-correlacional, debido a que en el proceso se identificarán los flujos de efectivo de la operación, financiación e inversión, los cuales serán correlacionados con las diferentes variables macroeconómicas que los pueden afectar, como el PIB de Caldas, desempleo, tasa de interés, DTF e IGBC, identificando año por año los incrementos o disminuciones que puedan presentar y su relación con el comportamiento de la economía, para los mismos periodos.

Estas correlaciones pueden ser de tipo positiva o negativa: de tipo positiva, en la medida en que se incrementen los flujos de efectivo y de la misma forma lo hagan las variables macroeconómicas objeto de estudio, y de tipo negativo, en la medida en que presenten diferentes comportamientos, es decir, que los flujos de efectivo se incrementen y las variables macroeconómicas objeto de estudio disminuyan o viceversa.

Para llevar a cabo el análisis de correlación de los flujos de los flujos de efectivo (Variables dependientes), con los indicadores macroeconómicos (variables independientes), se utiliza la herramienta estadística SPSS (Statistical Package for the Social Sciences, Versión 19.0, suministrado por UAM), herramienta estadística utilizada en las ciencias sociales y que permite efectuar cálculos complejos de manera eficiente y eficaz.

Con base en lo anterior y utilizando el software citado (SPSS), éste se alimenta con los datos históricos de los flujos de efectivo de las empresas del sector comercial que reportaron información a la superintendencia de sociedades durante el periodo 2002 – 2010 y el comportamiento histórico de las variables macroeconómicas durante el mismo periodo de tiempo. Con ésta información se realiza un análisis multivariado correlacionando las variables mencionadas obteniendo para ello la correlación de Pearson y su respectivo nivel de significancia (El índice, es un coeficiente de correlación para variables cuantitativas y mide el grado de covariación entre distintas variables relacionadas linealmente es decir, que nos permite medir la relación lineal entre dos variables cuantitativas, en este caso, flujos de efectivo con variables macroeconómicas). La utilización de este índice se realiza teniendo en cuenta los parámetros de linealidad de las variables involucradas, lo cual se observa en el desarrollo del trabajo con el comportamiento de estas durante los periodos de análisis.

La significancia del coeficiente de correlación indica si las variables estudiadas tienen una probabilidad de ocurrencia y que estas no fueron fruto del azar.

Se considera un estudio documental debido a que las fuentes primarias de información fueron extraídas de informes de agremiaciones, Cámara de Comercio, Supersociedades, Banco de la República, Bolsa de Valores, Corfinsura, Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), entre otras.

En la medida en que no exista correlación entre los flujos de efectivo y el comportamiento económico de la región quiere decir que son variables totalmente independientes y que sus resultados no dependen de los comportamientos de una u otra variable objeto de estudio.

### **Fases de la Investigación**

La metodología propuesta para desarrollar la presente investigación se plantea de la siguiente manera:

1. Acceso a los flujos de efectivo de operación, financiación e inversión de las empresas, gracias a información suministrada o extraída de la página web de la Superintendencia de Sociedades, la cual contiene los datos para la recolección de la información necesaria.
2. Acceso a los estados financieros, gracias a información suministrada o extraída de la página web de la Superintendencia de Sociedades, la cual contiene los datos para la recolección de la información necesaria.
3. Organizar los flujos de efectivo y de los estados financieros de las empresas de Caldas para el 2002-2010.
4. Encontrar las empresas que reportan de manera continua los estados financieros y los flujos de efectivo.
5. Segmentar las empresas en los 4 sectores: comercial, industrial, de servicios y agropecuario.
6. Depurar las cuentas de flujos de efectivo de financiación, inversión, operación y flujo de efectivo total, para cada empresa que reporta de forma continúa.
7. Elaborar las gráficas de cada empresa y de cada sector.
8. Obtener las series de tiempo de las variables macroeconómicas PIB de Caldas, desempleo, tasa de interés, DTF e IGBC. Estas series de tiempo se encuentran en



información suministrada por el DANE, Banco de la República, Bolsa de Valores de Colombia, Corfinsura, entre otras.

9. Graficar y analizar el comportamiento de las variables macroeconómicas.

10. Analizar cada sector con ayuda de informes económicos de los gremios y el Banco de la República.

11. Clasificar algunas cuentas contables necesarias para el cálculo de la rentabilidad del activo y de la utilidad.

12. Graficar cada empresa, el sector de la utilidad y la rentabilidad del activo.

13. Organizar los flujos de efectivo y variables macroeconómicas, para realizar la correlación.

14. Analizar el resultado de correlación.

15. Analizar la rentabilidad del activo y de las utilidades operativas de las empresas de Caldas que reportaron continuamente a la Supersociedades.

16. Conclusiones y recomendaciones.

### **Población**

De acuerdo a la población objetivo la muestra requerida en el presente trabajo son las empresas que reportaron los estados financieros y los flujos de efectivo de forma continua, durante el periodo comprendido entre el 2002 y el 2010 para Caldas y ante la Superintendencia de Sociedades (Supersociedades).

De acuerdo a lo anterior, las empresas que cumplen con este requisito para poder realizar el estudio, se visualizan en la Tabla 2: Población.

En consecuencia, se obtuvo una muestra para la elaboración del presente trabajo de 78 empresas de diferentes sectores de la economía del Departamento. Para mejorar el análisis y de acuerdo a la información suministrada por la Superintendencia de Sociedades, se clasificaron las empresas en sectores así: Sector Comercial, Sector Industrial, de Servicios y Agropecuario.

Toda esta clasificación se realiza con el objeto de poder mejorar el análisis del comportamiento de los flujos de efectivo de los sectores y poderlo comparar con las variables macroeconómicas de Caldas.

De acuerdo a la clasificación realizada, para el sector comercio, objeto de este trabajo, correspondió 24 empresas que se visualizan en la tabla Nro.3

Sector Comercial, con un total de 24 empresas.

**Tabla 3: Sector Comercio**

<b>Razón social</b>	<b>Número de identificación (NIT)</b>
T M y Cía. S en C.	800.050.749
Trilladora Manizales S.A.	800.111.448
Vehículos de Caldas S.A.	800.129.263
Inversiones Cambia S.A.	800.149.426
Droga S.A.	800.161.660
Distribuidora Surticaldas LTDA.	800.167.006
Empresa de Servicios San Marcel	810.000.819
Armotor S.A.	810.000.882
Inversiones G – 2 S.A.	810.002.223
Casa López S.A.	890.800.120
Sucesores de José Jesús Restrepo S.A.	890.800.718
Sumatec S.A.	890.800.788
Vega LTDA	890.800.896
Diego Vallejo S.A-	890.801.486
Casa Restrepo S.A.	890.801.770
Colautos S.A.	890.802.651
Hacienda Dinamarca LTDA.	890.803.373
Gutiérrez Buenos Aires y Cía.	890.803.981
Comercial Caldas S.A.	890.805.168
Ferrar S.A.	890.806.481

Almacén Exclusivo	890.806.567
Armetales S.A.	890.806.999
Almacén París S.A.	890.807.213
Grupo López y Cía. S en C.	890.807.480

**Fuente:** Tabla elaborada por los autores con información suministrada por la Superintendencia de Sociedades, para el periodo 2002-2010.

### **Métodos de Investigación**

Los métodos preferidos para trabajar la ciencia y hacer investigación son dos: el deductivo y el inductivo. El primero permite partir de teorías generales y llegar a casos particulares y el segundo habilita al investigador para que desde los casos particulares infiera conclusiones generales.

Para este trabajo se hace uso de ambos métodos. Se tiene en cuenta el deductivo cuando se toman conceptos generales como el del *Valor Económico Agregado* y se aplica a diversas empresas del Departamento. Se usa el método inductivo cuando se toman las informaciones particulares de cada sociedad y de allí se calculan condiciones generales de las empresas.

**DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN**  
**Análisis de Variables Macroeconómicas**

**Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC).** El IGBC, es el resultado de ponderar las acciones más líquidas y de mayor capitalización que se negocian en la bolsa, es decir aquellas que tiene mayor liquidez y capitalización. En la Tabla 4, se muestra la evolución del IGBC durante el periodo 2002-2010, según información de la Bolsa de Valores de Colombia (s.f.b). Es importante contextualizar que el IGBC nació a partir de la creación de la Bolsa de Valores de Colombia, el 3 de julio del 2001.

Para periodos anteriores, la entonces Bolsa de Bogotá calculaba el índice de acciones denominado IBB (Índice de la Bolsa de Bogotá) con base 100. El IGBC actual se realiza con base 1000.

En los años sucesivos, es decir a partir del 2002, el Índice empezó a tener crecimientos significativos para terminar el 31 de diciembre del 2003 con un incremento del 45.07%, el 2004 con el 86.22% y el 2005 cerró la vigencia con un crecimiento del 115.80%, con respecto al año inmediatamente anterior.

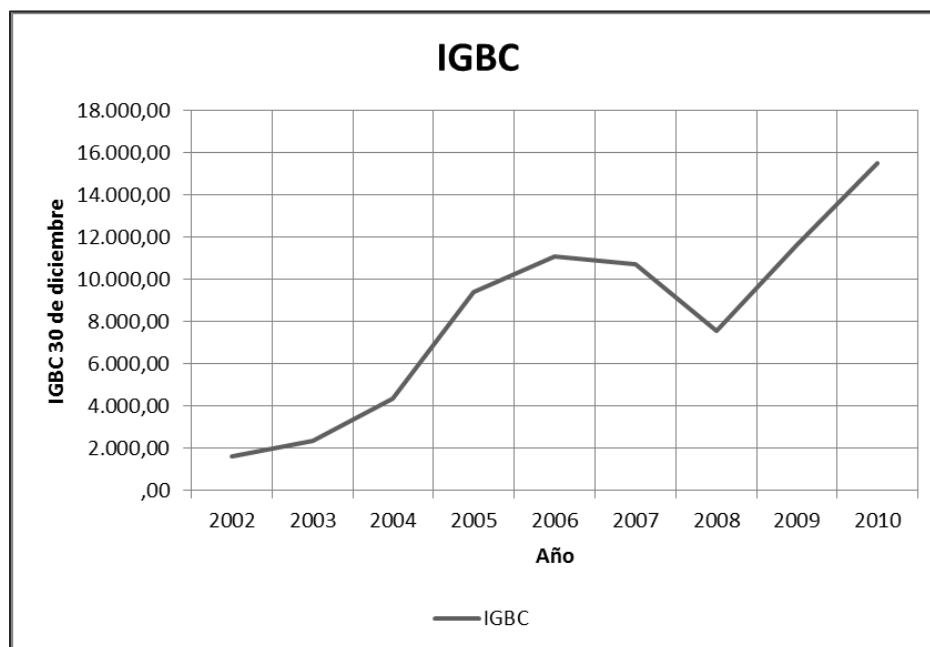
**Tabla 4: Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia, comparativo entre 2001 y 2010**

<b>I.G.B.C</b>			
<b>AL 31 DE DICIEMBRE DE CADA AÑO</b>			
<b>Año</b>	<b>Valor</b>	<b>Variación</b>	<b>Variación</b>
	<b>al 31-dic.</b>	<b>Absoluta</b>	<b>Anual</b>
2001	1,040.81	0	
2002	1,608.66	567.85	54.56
2003	2,333.70	725.04	45.07
2004	4,345.83	2,012.13	86.22
2005	9,378.27	5,032.44	115.80
2006	11,108.94	1,730.66	18.45
2007	10,694.18	-414.75	-3.73
2008	7,560.68	-3,133.50	-29.30
2009	11,602.14	4,041.46	53.45
2010	15,496.77	3,894.63	33.57

Fuente: Elabaoación propia con información de la B.V.C. y otras entidades

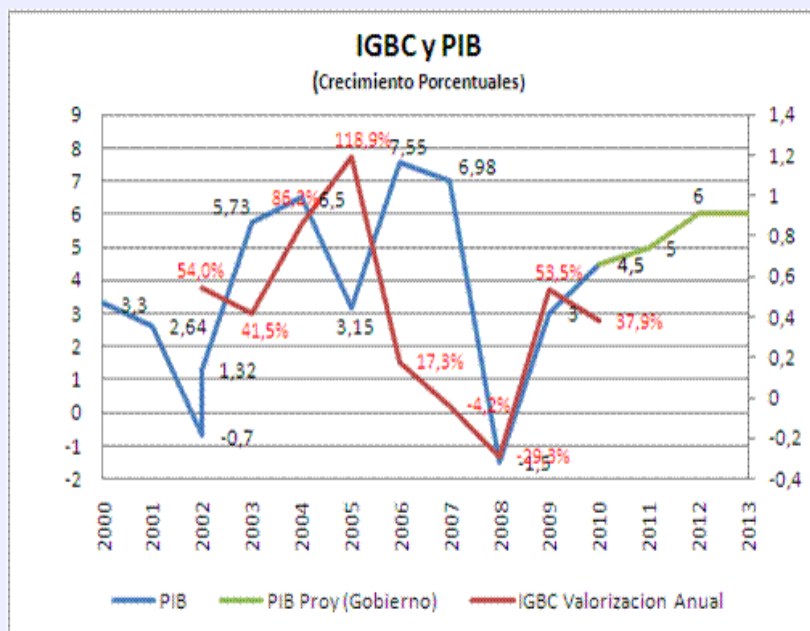
Conforme al análisis gráfico realizado en el 2005 por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), en Bogotá, presentado en el blog Pensamiento Contrario (s.f.) se observa que en la visualización de las curvas se superpone el cambio porcentual del IGBC anual frente al crecimiento del PIB en Colombia (ver figura 5). La correlación visual es alta, demostrando una idea básica de que mientras el ciclo económico dure, se tendrá una tendencia alcista en las acciones.

**Figura 4: IGBC**



**Fuente: Elaboración propia**

**Figura 5: IGBC Y PIB, según informe de la ANIF 2006, citado en el blog Pensamiento Contrario (s.f.)**



**Fuente: Figura construida por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras – ANIF-**

Durante el ciclo 2002-2006 los crecimientos máximos y mínimos del PIB (Producto Interno Bruto), fueron respectivamente 3.15% en el 2005 y 7.55% en el 2006. Durante este periodo el peor comportamiento del IGBC fue del 17% en el 2006 (finalizando el ciclo) y el mejor comportamiento en el 2005, en donde creció 118.9%, cifras que se asemejan a los cálculos propios realizados por los coinvestigadores del presente trabajo (ver Tabla 4).

Luego, para el 2006, se dio una caída en el Índice, mostrando descensos negativos hasta de menos 29.30% (-29.30%) al cierre del 2008, ocasionado fundamentalmente por el impacto generado a raíz de la crisis subprime o de inestabilidad financiera en los Estados Unidos.

Esta crisis se presentó en los Estados Unidos de América como consecuencia de los préstamos que hicieron los bancos hipotecarios a familias con poca capacidad de pago. Es conocida como *basura hipotecaria de alto riesgo*.

Posteriormente, para el cierre del 2009 y del 2010 se dieron nuevos repuntes y avances positivos en el Índice General de la Bolsa de Valores, dado por la credibilidad y la confianza en el crecimiento de la economía nacional en este periodo, acompañado además

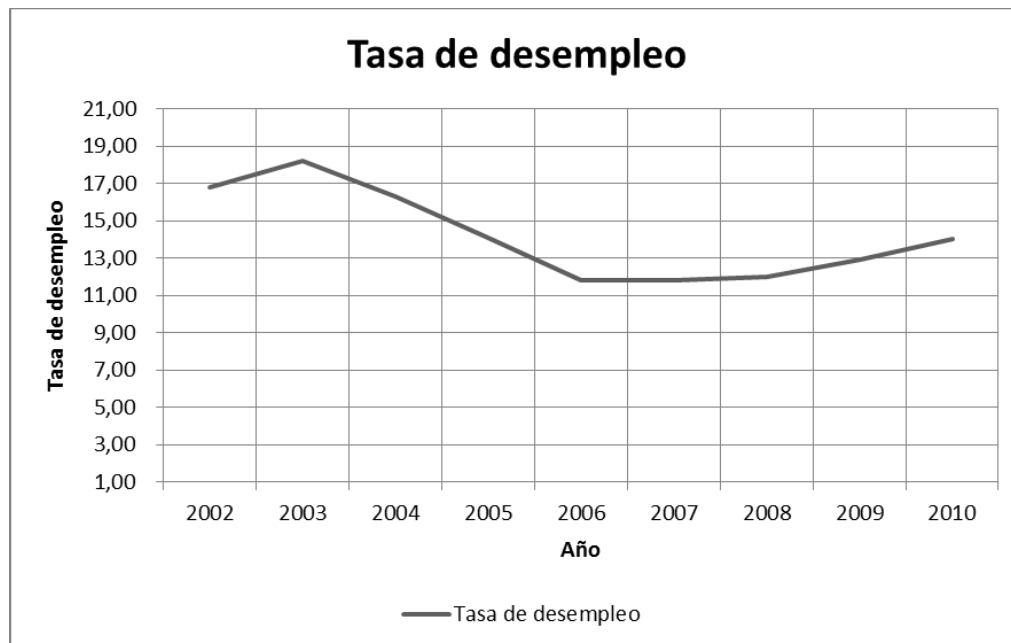
por el cambio en el mandato presidencial cuando Álvaro Uribe Vélez asumía la Presidencia de la República.

**Mercado Laboral – Manizales 2002 – 2010.** Según el Informe de Coyuntura Económica Regional de Caldas emitido por el DANE (2002), la actividad económica de Caldas durante este periodo, a pesar de los resultados favorables de algunas variables, no logró consolidar una dinámica importante en sectores relevantes como el externo y el cafetero, situación que influyó de forma negativa en el comportamiento de la tasa de desempleo, que a diciembre 31 del año de análisis se ubicó en 18.2% para Manizales y Villamaría y de 1.4 puntos porcentuales mayor que la registrada en 2001, mientras que en todo el Departamento la tasa fue de 16.4%, con un avance de 2.3 puntos porcentuales frente a 2001, según el Informe de Coyuntura Económica Regional de Caldas, realizado por el DANE (2002).

En el 2003 el mercado laboral presentó un comportamiento positivo al terminar el primer semestre del año, de acuerdo con la Encuesta Continua de Hogares (ECH) elaborada por el DANE (2003), según la cual, al finalizar junio la tasa de desempleo en las trece principales ciudades del país con sus áreas metropolitanas se situó en 16.9%, reflejando una disminución de 1.1 puntos porcentuales con respecto a igual semestre del año anterior.

Esta situación se derivó, de una parte, por la reactivación económica que se ha venido dando y de otra, por la reforma laboral aprobada el año inmediatamente anterior en el Congreso de la República, situación que ha posibilitado la generación de nuevos puestos de trabajo durante los últimos meses.

Durante el segundo semestre del 2003 se presentó un aumento en el número de personas ocupadas, superior a un millón y equivalente a un crecimiento del 6.02%. La evolución positiva del mercado laboral registrada durante el 2003 llevó a terminar el año con una tasa de desempleo para el total nacional del 13.1% frente al 15.1% observada en el año 2002.

**Figura 6: Tasa de desempleo**

**Fuente: Elaboración propia**

**Tabla 5: Tasa de desempleo**

<b>Tasa de Desempleo</b>	
<b>AÑOS</b>	<b>Tasa de desempleo</b>
2002	16,80
2003	18,20
2004	16,30
2005	14,10
2006	11,80
2007	11,80
2008	12,00
2009	12,90
2010	14,00

**Fuente: Tabla elaborada por los autores con información suministrada por la Superintendencia de Sociedades, para el periodo 2002-2010**



Para la vigencia del 2004, y acorde con la dinámica de la economía, se evidencia un mejoramiento en los indicadores de empleo a nivel nacional y urbano. Según la ECH, publicada por el DANE (2004), en junio del 2004 la tasa de desempleo en el total nacional se situó en 14.1%, análoga a la registrada en el mismo período del 2003, cuando se ubicó en 14.0%. En julio el desempleo se situó en 12.9%, inferior en 1.4% respecto de la observada en el 2003, que fue de 14.3%.

La tasa de desempleo urbana, que considera los resultados de las 13 principales ciudades con sus áreas metropolitanas, se ubicó en 15.8% en junio y en 15.3% en julio. En los mismos meses del 2003 se registraron tasas de 16.9% y 17.8%. La tasa de desempleo en el conjunto urbano Manizales - Villamaría durante el segundo trimestre del 2005 alcanzó el 17.2%, mientras que para el segundo trimestre del 2004 fue de 17.7%, correspondiéndole entre enero y junio del presente año la segunda tasa de desempleo (TD) más alta después de Ibagué (20.9%).

En el conjunto urbano Manizales – Villamaría durante el cuarto trimestre del 2005 alcanzó el 15,0%, mientras que para el mismo período del 2004 fue de 16,5%, correspondiéndole la segunda TD más alta después de Ibagué (19,3%) y antes de Cartagena (14,6%), en tanto las que mostraron las tasas más bajas fueron: Medellín (10,9%), Bogotá (11,3%) y Cali (11,4%).

Para las 13 ciudades y áreas metropolitanas, este indicador alcanzó el 13,7% y el 12,1%, en los últimos trimestres del 2004 y del 2005. Al observar el comportamiento del desempleo anual urbano en la capital caldense con su vecino municipio de Villamaría en 2004 y 2005, el nivel de desocupación pasó del 18,6% al 17,1%.

Dentro del comportamiento del mercado laboral para el Área Metropolitana de Manizales y Villamaría, la tasa de desempleo pasó del 17,1% en el 2005 al 15,6% en el 2006. Pese a su disminución se constituyó en la segunda cifra más alta del país, siendo superada únicamente por Ibagué, con un 20,0%.

El incremento de la población inactiva (de 132 mil personas inactivas en el 2005 pasó a 142 mil en el 2006) posiblemente influyó en el descenso de la tasa de ocupación, la cual bajó del 47,4% al 46,3% mientras la tasa de desempleo disminuyó, según la ECH, publicada por el DANE (2006).

Durante el 2007 disminuyó en -0,9% en relación al 2006, al pasar de 12,0% a 11,1% respectivamente. En el Área Metropolitana de Manizales - Villamaría se registró una tasa de desempleo de 13,2% en el 2007, disminuyendo 2,4 puntos porcentuales en relación con el 2006. Pese a su disminución se constituyó en la quinta cifra más alta del país, siendo superada por Pereira (13,6%), Cartagena (13,6%), Pasto (14,0%) e Ibagué (15,7%), según el Informe sobre el Desempleo del DANE (2007).

En el 2008 se incrementó en 1,2 puntos porcentuales respecto al 2007, pasó de 13,4% a 14,5%; la tasa de ocupación reflejó una disminución de 1,1 puntos porcentuales, pues pasó de 48,3% en el 2007 a 47,2% en el 2008, ubicados principalmente en el comercio, restaurantes y hoteles (28,39%), seguido de servicios comunales, sociales y personales (25,81%), industria manufacturera (17,42%) y actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (7,74%).

Como se observa en el Informe de Coyuntura Económica Regional del DANE (2008) la tasa de subempleo registró una disminución de 6,5 puntos porcentuales con respecto al 2007 (30,4%).

En el 2009 con relación al mercado laboral, según la Gran Encuesta Integrada de Hogares realizada por el DANE, en diciembre la tasa de desempleo nacional se situó en el 11,3%, y en 12,3% para las trece ciudades. Estos registros son mayores en 0,7 puntos porcentuales (pp.) y 1,6 pp con respecto al mismo período de 2008.

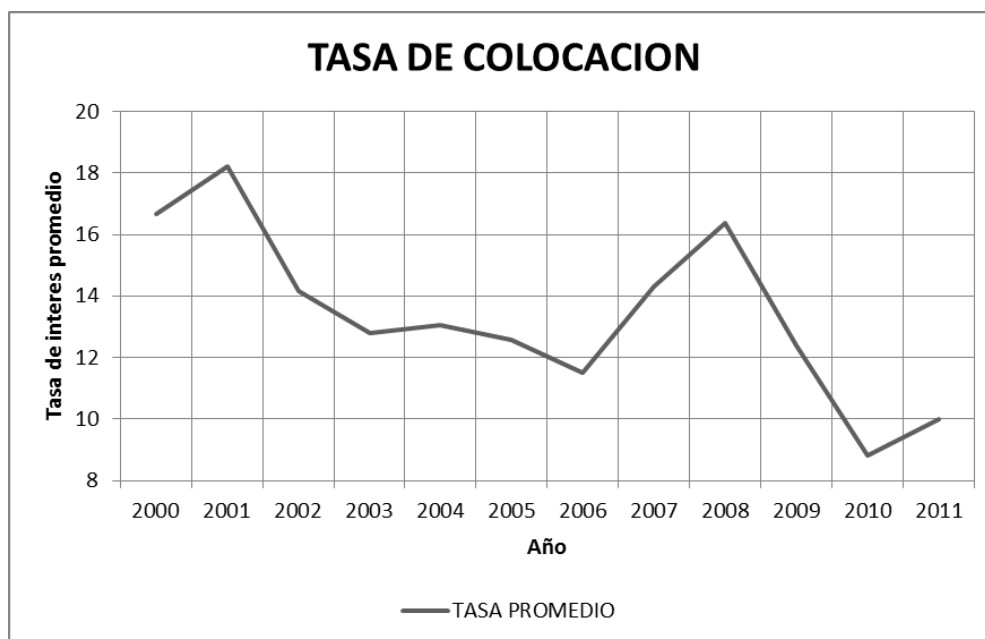
El aumento de la tasa de desempleo, asociado al debilitamiento de la actividad económica, se caracterizó por un significativo incremento de la tasa global de participación nacional (pasó de 58,4% a 62,6%), un mayor empleo no asalariado y una recuperación parcial del empleo asalariado, según el Informe de Coyuntura Económica Regional del DANE (2009).

Para el año 2010 Manizales se mantiene con unos altos índices de desempleo, que la sitúan en el sexto lugar entre las de mayor desocupación del país. En el último reporte del DANE, correspondiente al trimestre móvil octubre – diciembre del 2010, la tasa de desempleo es del 15,6%, no obstante el subempleo subjetivo es del 17,2% y el objetivo del 8,7%, registran avances significativos, con tasas inferiores al resultado del año 2009.

El promedio de la desocupación en la ciudad en todo el año fue del 16,4%, superior en cuatro puntos al total nacional (24 ciudades y áreas metropolitanas) que fue del 12,5%,

según el Informe Económico de Manizales y Caldas de la Cámara de Comercio de Manizales (2010).

**Figura 7: Comportamiento de las Tasas de Interés 2002 – 2010. Tasa de Colocación**



**Tabla 6: Tasa de Colocación.**

Tasa de Colocación	
AÑO	TASA PROMEDIO
2000	16,6520931
2001	18,2034352
2002	14,1584308
2003	12,8123471
2004	13,0630031
2005	12,5842754
2006	11,5217045
2007	14,3052763
2008	16,3832366
2009	12,4018851
2010	8,82341972
2011	10,0065054

**Fuente: Elaboración propia con datos de Banrepública**

Con la Constitución Nacional de 1991 se dio uno de los grandes cambios a las políticas económicas del manejo de estas variables en el país. Una de las grandes decisiones tomadas fue el manejo autónomo que se le dio al Banco de la República para controlar el nivel de inflación en Colombia, siendo su principal herramienta el manejo de las tasas de interés.

Al graficar el comportamiento de las tasas de interés durante este periodo y compararlas con el comportamiento de la inflación, se puede observar que existe una correlación perfecta entre cada una de las variables, lo que significa que la herramienta más utilizada y tal vez la única para el control de la inflación en Colombia por parte del banco central, ha sido la intervención de las tasas de interés.

“El Banco de la República es el banco central de Colombia, su objetivo de política monetaria es el logro de tasas de inflación coherentes con el mandato constitucional de garantizar la estabilidad de precios, en coordinación con una política macroeconómica general que propenda por el crecimiento del producto y el empleo”, Banco de la República de Colombia (s.f.).

La inflación en Colombia y en la región ha venido disminuyendo paulatinamente durante este periodo, debido básicamente a esta política constitucional donde el banco central es el encargado del manejo de esta variable.

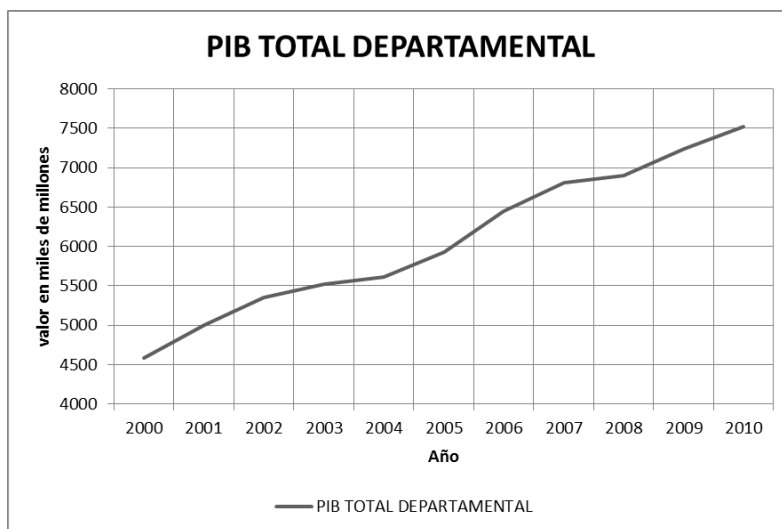
El único incremento que se ha dado de forma brusca fue durante el 2008, donde la inflación se incrementó al 7,67% con respecto al 5,69% del año inmediatamente anterior, debido a que a finales del 2006 y durante el 2007 se generó un exceso de gasto agregado en el país, lo que ocasionó este cambio de tendencia, el cual se corrigió nuevamente en el 2009, donde la inflación llegó al 2%.

Las tasas de interés durante el 2008 tuvieron un comportamiento similar donde la tasa durante el 2007 ascendió al 14,3% y durante el 2008 pasó a ser del orden del 16,38%, lo cual demuestra que el comportamiento de las tasas de interés se van a mover de la misma forma que lo hace la inflación y el Banco de la República, dentro de su política de control, lo hace de una forma muy rápida, es decir, no espera a que la inflación se dispare para subir las tasas, sino de forma contraria en la medida en que la inflación aumente, en la misma forma lo hace la inflación y viceversa.

Esto es importante ya que los empresarios saben cuál es el momento oportuno de incrementar sus niveles de deuda, pues las tasas de interés es una de las principales

variables para la toma de este tipo de decisiones. En el presente estudio se analizará el flujo de caja de financiación, para observar si existe correlación alguna entre las tasas de interés y este flujo, y así determinar si las decisiones de los empresarios de Caldas son acordes con el comportamiento de la economía, o de forma contraria son atípicas al comportamiento de estas variables macroeconómicas.

**Figura 8: Comportamiento del PIB Caldas 2002 – 2010. PIB Departamental**



**Fuente: Elaboración propia**

**Tabla 7: PIB Departamental**

AÑOS	PIB TOTAL DEPARTAMENTAL	PIB COLOMBIA	CRECIMIENTO
2000	4585	284761	
2001	5004	289539	8,40%
2002	5354	296789	6,50%
2003	5526	308418	3,10%
2004	5610	324866	1,50%
2005	5926	340156	5,30%
2006	6452	362938	8,20%
2007	6807	387983	5,20%
2008	6903	401744	1,40%
2009	7236	422449	4,60%
2010	7524	438632	3,80%

**Fuente: Tabal elaborada por los autores con información suministrada por la DANE, para el periodo 2002-2010**

Caldas es un departamento cuya dinámica económica en los últimos ocho años ha ido creciendo, sectores como la construcción, exportaciones y la facilidad en hacer empresa según el Doing Business en Colombia 2008, publicado por el Departamento Nacional de Planeación (2008) fue Manizales la ciudad número uno.

Caldas no es un departamento con gran extensión de territorio, pero la diversidad en temperaturas, gracias a estar ubicado en una zona muy montañosa, hace que tenga variedad de productos y de culturas; aunque esta diversidad de geografía ha sido una ayuda, también ha sido un obstáculo en algunos años, debido a que el tema invernal ha causado grandes daños en carreteras y accesos a ciudades principales como Bogotá y Medellín.

Caldas desde hace muchos años y gracias a las bonanzas cafeteras se ha caracterizado por ser un departamento con dinámica exportadora, la actividad de servicios aporta el 45% al PIB de Caldas, el comercio aporta el 13%, la construcción contribuye con el 8%, la industria con el 20%; de este sector, el subsector más representativo es el metalmecánico y finalmente, la agricultura contribuye con el 15% al PIB de Caldas. Según la Agenda Interna para la Productividad y Competitividad: Documento Regional Caldas.

Departamento Nacional de Planeación (2007):

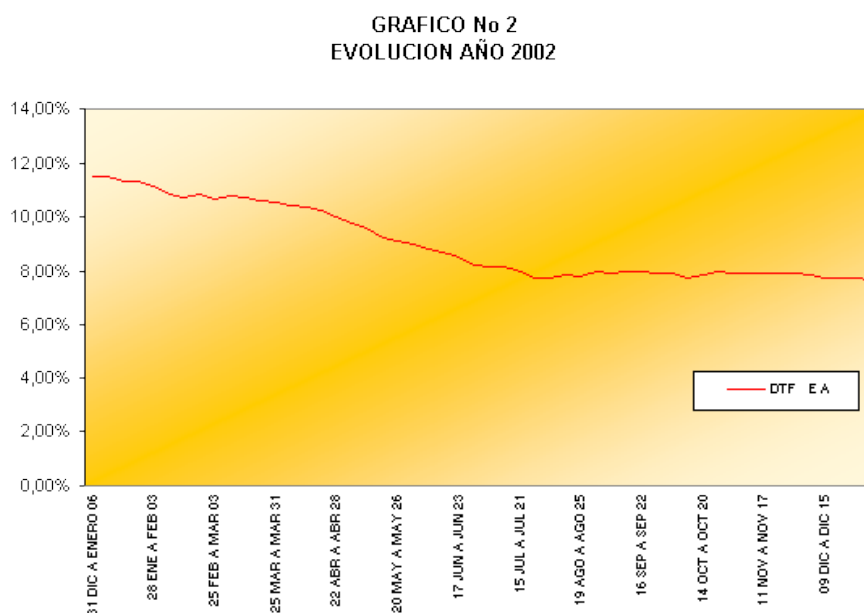
En una superficie que corresponde al 0,69% del territorio colombiano, Caldas genera el 2,28% del PIB nacional. En el periodo 1990-2004, el PIB departamental creció más rápido que su población y a una tasa levemente superior a la del crecimiento económico del país. Pese a ello, su ingreso *per cápita* es inferior al nacional. En este sentido, se debe reconocer que una tasa de crecimiento promedio del 3,04% no es suficiente para enfrentar los problemas de carácter social que evidencia el departamento (pág. 17).

Para los datos del PIB se consultó la base de datos del DANE, este indicador macroeconómico tiene un rezago de 2 años por lo que para el 2009 fue utilizada la proyección que tiene el DANE y para el 2010 se realizó una regresión de los datos para poder hallar una cifra.

**Comportamiento de la DTF 2002 – 2010.** En la Ilustración 9 se presenta la evolución de la DTF E.A, conforme a información extraída del Banco de la República. En Colombia durante el 2002, tal como se aprecia en la ilustración, el país ha experimentado una disminución de la Tasa Efectiva Anual (%), ya que en la primera semana (31 Dic. a Ene 06-

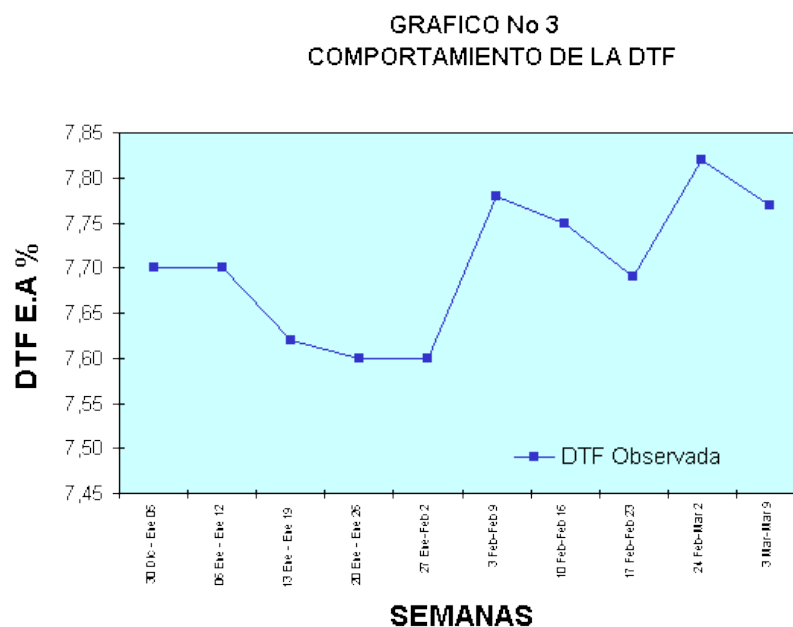
2002) se ubicó en 11,51% y la última semana del año (30 Dic. a Ene 05-2003) se ubicó en 7,70%, teniendo una variación total en el año de -33,1% lo que indica que el sistema contaba con un alto nivel de liquidez y una baja demanda de inversión. Esto hizo menor la necesidad de captar recursos y generó la disminución de la DTF E.A. durante el año 2002.

**Figura 9: DTF**



**Fuente: Gráfico tomado del Banco de la República**

En el comportamiento de la DTF para el primer trimestre del 2003 se observa que en este primer trimestre del año la tasa de referencia mostraba una tendencia a la baja.

**Figura 10: Comportamiento DTF –**

**Fuente: Gráfico tomado del Banco de la República**

En la Tabla 8, se muestran los valores de la DTF durante el periodo 2002 a 2011, con el propósito de observar su comportamiento durante este tiempo.

**Tabla 8: DTF**

TASA DE DEPOSITO A TERMINO FIJO (DTF)										
CONCEPTO	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
INICIO DE AÑO	11,51	7,7	7,96	7,79	6,19	6,76	9,15	9,82	3,92	3,47
FIN DE AÑO	7,7	7,96	7,71	6,31	6,82	9,01	10,33	4,11	3,47	4,53
% VARIACION	-33,10	3,38	-3,14	-19,00	10,18	33,28	12,90	-58,15	-11,48	30,55
PROMEDIO ANUAL	9,0	7,8	7,8	7,1	6,3	8,0	9,7	6,3	3,7	4,0
PROYECCIONES	7,7	7,9	7,7	7,7	7,9	7,9	7,9	7,6	7,6	N.D.
FUENTE: Elaboración propia con Información de series estadísticas del Banco de la República										
Proyecciones: Corporación Financiera del Valle										

Finalmente, y dada las indagaciones en el sistema financiero, los préstamos se otorgan a la DTF más unos puntos de spread, que no son constantes, sino que por ser un



margen bancario, se utilizan conforme a los criterios de cada ente emisor del crédito. Este criterio se puede corroborar cuando se presentan calificaciones a la emisiones de bonos de las agencias calificadoras de riesgo, y éstos se emiten a DTF mas diferentes márgenes de spread.

### **Análisis del Sector Comercial**

Al cierre de 2010, el desempeño económico de la región cafetera observó mejoría en importantes indicadores, especialmente en lo relacionado con comercio interno y externo, construcción, café y mercado laboral. Sin embargo, el sector industrial que tiene un peso fundamental en la región, no alcanzó el suficiente dinamismo para lograr un avance óptimo en el transcurso del año. En este sentido, se observó un comportamiento favorable en el comercio interno de Caldas al presentar el nivel de ventas aumentos mensuales continuos en el último trimestre de 2010, no obstante, la mejor dinámica la exhibió el mercado automotor con un incremento anual para la región de 48,3% en la comercialización de vehículos nuevos.

Las ventas externas totales del Eje Cafetero también percibieron mejoría en el acumulado a diciembre de 2010, ya que después de alcanzar reducciones interanuales cada vez menores en año corrido a marzo, junio y septiembre, lograron un incremento de 6,0% frente al resultado de 2009. Por su parte, la actividad constructora evidenció aumento en el área licenciada ò aprobada para construir tanto en el cuarto trimestre de 2010, como en año completo, impulsado por los mayores metros aprobados para otros destinos diferentes a vivienda; consecuencia de lo anterior, se registraron menores tasas de desempleo en las ciudades de Pereira y Manizales.

En cuanto al sector cafetero el balance al cierre del año fue considerado medianamente positivo, pues pese a que el volumen de café exportado por la región durante el cuarto trimestre de 2010 llegó a 51.438 miles de kilogramos netos (kg), cifra superior en 31,7% al compararlo con el mismo periodo de 2009, durante 2010 se presentó una reducción anual de 0,7%. Asimismo, de acuerdo con las comercializadoras de café sondeadas en la región, debido al invierno las plantaciones no presentaron florecencias por lo que las expectativas de producción para el primer semestre del 2011 son muy bajas. De acuerdo con cifras de la ANDI, la producción industrial en la zona cafetera mostró un comportamiento desfavorable, puesto que tanto Caldas como Risaralda, registraron contracciones de 1,2% y 4,8%, en su orden, situándose solamente por encima del Tolima que tuvo un decrecimiento de 12,3%, la tasa más baja de las regiones consultadas en la muestra. Las ventas totales de la industria en el Eje Cafetero, también presentaron una lenta actividad durante el año de análisis, es así como Caldas y Risaralda, en conjunto con

Cauca, fueron los únicos departamentos que presentaron variaciones negativas de 0,8%, 5,0% y 8,7%, en su orden.

### **Comercio**

La actividad comercial en el departamento de Caldas durante el cuarto trimestre de 2010, mostró un desempeño favorable al observar aumentos mensuales continuos en las ventas. El mercado automotriz presentó la mayor dinámica en el Eje Cafetero con un crecimiento anual del 48,3%.

De acuerdo con información suministrada por la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) seccional Caldas, la actividad comercial en el departamento durante el cuarto trimestre de 2010 presentó un buen comportamiento al observar el nivel de ventas aumentos mensuales continuos en octubre, noviembre y diciembre del 37,1%, 52,9% y 61,5%, respectivamente. Los productos que más sobresalieron fueron alimentos y bebidas, electrodomésticos, ropa y calzado, artículos para construcción y tecnología. Según los comerciantes caldenses, el clima y el desempleo fueron los problemas que más influyeron en las cuotas de venta durante el periodo de análisis.

El balance de la actividad comercial en la zona cafetera (Caldas y Risaralda) al cierre del tercer trimestre de 2010 fue favorable, al continuar observando señales de reactivación frente al resultado mostrado un año atrás; sin embargo, aún no se encuentra cerca de un reporte óptimo generalizado para los diferentes subsectores que conforman el sector, lo cual, de acuerdo con los comerciantes consultados por sondeo, se debió a factores como baja demanda, alto desempleo y fuerte competencia.

En la capital, caldense agosto fue el mes que presentó la menor dinámica, en tanto los meses de julio y septiembre mostraron un notable desempeño, impulsado en gran medida, por los subsectores de víveres, electrodomésticos, ropa y calzado; en este sentido, el día especial de amor y amistad celebrado en septiembre, influyó positivamente en dicho comportamiento. Lo anterior coincidió con el resultado de la medición del sector que realizó, al término del noveno mes, la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco) seccional Caldas entre sesenta empresarios de Manizales, el cual indicó que en la ciudad el 43,2% de los comerciantes alcanzaron en septiembre un aumento en sus ventas frente a similar mes de 2009, igualmente el comparativo con agosto pasado señaló que para el 52,0% el nivel de ventas mejoró. A pesar del alto desempleo que registró la capital

risaraldense durante el tercer trimestre de 2010, el comercio mostró un balance positivo gracias a los descuentos y campañas promocionales que incentivaron la adquisición de bienes y servicios de igual forma, como es tradicional en Pereira, la gran oferta y alta variedad de artículos impulsó el consumo de clientes procedentes de ciudades vecinas.

Para el siguiente trimestre las expectativas de los comerciantes de la región son altas, especialmente por las ventas de navidad y fin de año.

De acuerdo con algunos empresarios, las estrategias que utilizarán para atraer la demanda incluyen precio, calidad y buena atención. De acuerdo con la medición a septiembre que realizó Fenalco Caldas entre sesenta comerciantes de Manizales, el 43,2% indicó aumento en sus ventas frente a similar mes de 2009; el comparativo con agosto pasado señaló que para el 52,0% de los entrevistados las ventas mejoraron.

El mercado automotor en la región cafetera continuó observando durante el tercer trimestre de 2010 una importante dinámica, al evidenciar las ventas de vehículos nuevos un incremento del 49,1% frente a similar lapso del año precedente, al pasar de 2.200 unidades vendidas en 2009 a 3.280 en el periodo de análisis. Por ciudades capitales, el mayor avance lo alcanzó Pereira, 51,7%, al comerciar 1.795 unidades, liderando así el mercado automotriz cafetero con el 54,73% del total regional; en Manizales se transaron 945 registros de autos nuevos, 320 más respecto al tercer trimestre de 2009, lo que igualmente significó una considerable expansión del 51,2%. Armenia también mostró un notorio desempeño al registrar una variación del 37,8%.

En lo corrido del año, enero - septiembre de 2010, se han comercializado en el Eje Cafetero 8.468 vehículos nuevos, representando un crecimiento del 42,9% si se compara con el mismo periodo del año pasado, resultado superior en 12,3 puntos porcentuales (pp.) al registro nacional. En contraste, el segmento del usado continuó mostrando una lenta actividad debido a los menores precios en los cero kilómetros, según apreciaciones de varios concesionarios consultados en la región. En el acumulado a septiembre, Manizales fue la ciudad que logró la mayor dinámica al evidenciar un aumento del 46,8%, seguido de Pereira con el 44,6%.

El buen comportamiento del mercado automotor estuvo propiciado, principalmente, por las facilidades de financiamiento que ofrecen los establecimientos financieros para la adquisición de este tipo de bienes, en este sentido, la demanda de créditos para compra de

vehículo reflejó una mayor confianza del consumidor en la situación económica de la región; otros factores asociados con dicho avance fueron: campañas promocionales, bajas tasas de interés y devaluación del dólar.

En su Boletín Económico Mensual *Bitácora Económica*, la Federación Nacional de Comerciantes, Fenalco (2010a), manifiesta que el crudo invierno que azota al país afectó las percepciones de los comerciantes acerca del desempeño inmediato de sus negocios. Sin embargo, las ventas en general fueron buenas en el mes de noviembre. De acuerdo con la encuesta de este gremio, que agrupa a los comerciantes, el 44% aumentó el volumen de ventas frente al mismo mes del año pasado, en tanto que para el 26% de los encuestados hubo un retroceso. Sectores vinculados a la construcción y a la remodelación de la casa tuvieron buenas ventas, lo mismo que el automotor. En los almacenes de cadena y en los centros comerciales, según lo señalaron sus administradores en Fenalco (2010a), se observó buen movimiento, explicado por el anticipo de las compras de navidad por parte de los hogares y porque las personas se refugian de la lluvia en centros comerciales.

Para el año 2009, de acuerdo con Fenalco (2010b) seccionales Caldas y Risaralda, las ventas durante el año 2009 mostraron una situación difícil. Los problemas más destacados por los empresarios fueron: baja rotación de cartera, menores márgenes comerciales y caída de la demanda. Sin embargo, en el último trimestre del año, especialmente en el mes de diciembre, se reportó una ligera mejoría en algunas actividades gracias a la reducción en el precio de alimentos y vestuario, la temporada escolar, la implementación de promociones, y el otorgamiento de créditos de consumo.

Las ventas de vehículos en el Eje Cafetero durante el 2009 observaron un descenso del 17,9% con respecto a 2008. Por ciudades capitales, Armenia mostró la desaceleración más acentuada, 24,0%; le siguen Pereira, 18,0%, y Manizales, 13,3%. No obstante, este desempeño no resulta tan desalentador, toda vez que el comercio automotriz está retornando a niveles de años anteriores, si se tiene en cuenta que el 2007 fue un periodo record en ventas de vehículos.

En resumen, los aspectos más relevantes de la economía del eje cafetero durante el año 2009, son los siguientes:

- El desempleo en Manizales, Pereira y Armenia en el cuarto trimestre de 2009, presentó tasas del 15,7%, 20,1% y 17,1% superiores al promedio

nacional y a las exhibidas en igual periodo del año anterior, cuando se situaron en 14,3%, 13,7% y 15,8%. Cabe resaltar el alto nivel de desocupación en Pereira, que la consolida como la ciudad con la tasa más alta del país (Banco de la República de Colombia, 2009).

- El IPC en las ciudades del Eje Cafetero en el cuarto trimestre de 2009 presentó disminuciones importantes, lo que conllevó a que los niveles de inflación corrida en 2009 se ubicaran por debajo del promedio nacional: Manizales 1,22%, Pereira 1,77% y Armenia 1,13% (Banco de la República de Colombia, 2009).

- El área aprobada para construcción en el Eje Cafetero durante el 2009 registró una merma del 29,1%, si se compara con 2008. El mayor efecto lo evidenció la construcción de otros destinos, con una disminución del 43,4%. A diferencia de Caldas y Risaralda, Quindío observó aumentos tanto en el cuarto trimestre, como en año completo, 58,1% y 42,2%, respectivamente (Banco de la República de Colombia, 2009).

- En el 2009 las exportaciones no tradicionales de Caldas registraron una disminución del 23,2%, debido, en especial a las restricciones comerciales de los países fronterizos; por el contrario, se evidenció un panorama diferente en Risaralda y Quindío, ya que las exportaciones menores mostraron una evolución destacada al crecer 18,1% y 37,1%, en su orden (Banco de la República de Colombia, 2009).

- El comportamiento del sector industrial en el 2009 en el Eje Cafetero, de acuerdo con la ANDI, no fue el mejor, ya que la producción industrial de Caldas y Risaralda disminuyeron 15,5% y 9,4%, ubicándolas en el país como las de menor evolución (Banco de la República de Colombia, 2009).

- En lo que respecta a la producción cafetera, los estimativos concuerdan que durante 2009 la cosecha del grano fue muy inferior a lo recolectado en años anteriores; sólo los precios internos mostraron una dinámica importante, resultado de la poca oferta del producto y de la buena cotización internacional (Banco de la República de Colombia, 2009).

Para el año 2008, la economía del eje cafetero, en forma puntual, presentó los siguientes aspectos, en donde se destaca lo más relevante de la actividad económica

- El desempleo en Manizales y Pereira en el cuarto trimestre de 2008 presentó tasas del 14,3% y 13,7%, mostrando registros superiores al promedio nacional, y mayores a las exhibidas en igual periodo del año anterior cuando se situaron en 10,5% y 12,0% (Banco de la República de Colombia, 2008).
- En la ciudad de Manizales y Pereira se evidenció un incremento en la inflación, al reportar aumentos de 0,57% y 1,87% en el IPC durante el cuarto trimestre. En lo corrido del año, el comportamiento fue análogo al registrar variaciones de 6,08%, y 7,20% en el IPC, ubicándose por debajo del promedio del país (Banco de la República de Colombia, 2008).
- En el Eje Cafetero, la construcción durante el cuarto trimestre del año 2008 observó una notable desaceleración en su actividad al pasar de 478.401 m<sup>2</sup> en el último trimestre de 2007 a 206.842 m<sup>2</sup> en similar lapso de 2008, representando una caída del 56,8% (Banco de la República de Colombia, 2008).
- El comportamiento del sector industrial del Eje Cafetero según los resultados obtenidos por la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta –EOIC realizada por la ANDI al finalizar 2008, reportó una variación negativa del 1,7% en la producción. Las ventas industriales en el mercado interno mostraron una contracción del 0,5%, inferior al promedio nacional (Andi, 2008).
- El pronóstico de cosecha cafetera durante el cuarto trimestre de 2008, en los tres departamentos que conforman el Eje Cafetero, señaló una evolución negativa al presentar una caída anualizada del 18,4%. Con respecto a los precios, la disminución de la oferta del café, contribuyó a mejorar la cotización externa al alcanzar en lo corrido del año un registro promedio de 144,60 centavos de dólar por libra, 15,2% superior si se compara con el 2007; el precio promedio interno observó un aumento del 8,2% al ubicarse la arroba de café en 49.492.00 (Banco de la República de Colombia, 2008).

El comportamiento de la Economía en el eje cafetero durante el cierre del año 2006, la Cámara de Comercio de Manizales reportó, tanto la constitución como la reforma de sociedades, que estos elementos señalaron avances del 5,9 % y 26,1% respectivamente, dinámica que se concentró para el primer caso en las actividades agropecuarias, comerciales y de servicios, las cuales sumaron \$7.4 millones, el 61,2% del total. En tanto las adiciones de capital tuvieron una mejor evolución en los sectores comercio, electricidad, gas y agua, y construcción. El desarrollo mostrado en las anteriores variables fue opacado en parte por la disolución de sociedades, al sumar \$10.7 millones, especialmente en la industria, electricidad, gas y agua, construcción y actividades inmobiliarias.

De esta manera, la inversión neta acumulada en US\$488.6 millones, monto que significó el 49,6% dentro del total y una expansión anualizada del 6,6%. Como en períodos anteriores, las exportaciones no tradicionales señalaron la mayor representatividad, 66,7%, mientras que su tasa de crecimiento fue del 6,4%. Esta conducta estuvo impulsada por el sector industrial que contabilizó US\$323.5 millones, destacándose, en primer lugar, los productos alimenticios y bebidas, donde se debe subrayar el creciente avance que ha venido teniendo la comercialización del café procesado en los países asiáticos; le siguieron en su orden la fabricación de maquinaria y equipo, y los productos metálicos, líneas exportables que cada vez más se consolidan en los mercados internacionales, especialmente en Venezuela, los Estados Unidos y el Japón. Por su parte, las transacciones tradicionales (café verde), se expandieron 6,9%, al sumar US\$162.9 millones, teniendo como principal destino los Estados Unidos.

Al finalizar el tercer trimestre de 2005, la constitución de sociedades en la Cámara de Comercio de Manizales, que incluye la capital del Departamento y 17 municipios, observó un buen comportamiento al registrarse en esta institución 216 nuevas empresas por valor de \$9.438.2 millones, con un incremento del 28.4% frente a similar periodo de 2004, gracias a la importante evolución que mostraron actividades como: la construcción, 611.1%, lo que concuerda con el buen momento que vive este sector en la ciudad de Manizales, el comercio, 57.9%; las actividades inmobiliarias, empresariales, 21.4%; agricultura, 6.4%; y la industria, 185.2%, aunque su valor no es muy significativo, ya que pasó de \$215.4 millones en el 2004 a \$614.3 millones en el presente año. El resto de



actividades señalaron disminuciones en el capital constituido, siendo el sector de hoteles y restaurantes el que mayor impacto tuvo, al pasar de \$1.107.5 millones a \$257 millones con una caída del 76.8%.

Como positivo se puede considerar el comportamiento de la actividad económica en el departamento de Caldas durante el periodo enero-agosto de 2004, al compararlo con iguales meses de 2003. Es así como el Indicador de Ventas y Compras de las empresas contribuyentes en la DIAN regional, registró un crecimiento del 9.7% en las ventas totales de los diferentes sectores productivos del Departamento, observándose una mayor dinámica en las exportaciones del 26.1%. Se identificó al sector industrial como el de mejor evolución al crecer sus ventas totales en 14.7% y sus exportaciones en 44.9%, destacándose renglones tan representativos para la región como la producción de maquinaria y equipo; y alimentos y bebidas, que registraron aumentos superiores al promedio general. Otro elemento positivo en el periodo enero-agosto fue el concerniente a la construcción, que presentó un aumento en el número de metros a construir del 13.6% frente a 2003, comportamiento diferente al ocurrido en el orden nacional que señaló una contracción del 1.9%. El anterior resultado se debió a los nuevos proyectos que se registraron en Caldas a partir del primer semestre del año, dirigidos en buena parte a viviendas de estratos cinco y seis, especialmente en la capital caldense.

La economía del Eje Cafetero durante el periodo enero–septiembre de 2003 presentó un comportamiento aceptable, siendo el principal problema el desempleo, que para el caso de Manizales registró una tasa de 19.4%, la más alta de los últimos cuatro años. Si el análisis se hace con base en el Indicador de Ventas, elaborado por la DIAN, se encuentran resultados positivos en Caldas, ya que las ventas totales de los diferentes agentes económicos, mostraron un crecimiento anual del 26.9%, destacándose el dinamismo de los sectores comercio, tanto al por mayor, 38.7%, como al por menor, 11.0%; y el industrial que observó un incremento del 17.1%. En lo que respecta a la constitución de sociedades, el resultado es positivo, al registrarse en las cámaras de comercio de los tres departamentos, 697 empresas por un valor de \$35.158 millones, con un crecimiento del 28.1%, sustentado en la evolución presentada en los departamentos de Risaralda y Quindío, ya que Caldas observó una disminución del 11.3%. En el consolidado regional se destacan

las actividades de comercio, restaurantes y hoteles donde se invirtieron \$9.783 millones, con un aumento del 42.3%, y la industria que creció 135.1%.<sup>3</sup>

**Tabla y graficas por empresa del sector comercio.** A continuación se presenta las tablas con los flujos de efectivo de las empresas del sector comercial de operación, financiación, inversión y flujo de efectivo total de la empresa comercial TM & Cía., adicional están las gráficas de los flujos de efectivo de operación, financiación e inversión y una gráfica adicional con el flujo de efectivo total. Igualmente, se presentan tablas y gráficos con los flujos de efectivo globales calculados por promedios para el sector comercio. Las tablas y gráficas de las restantes empresas que conforman el sector comercial se pueden observar en el anexo 7.

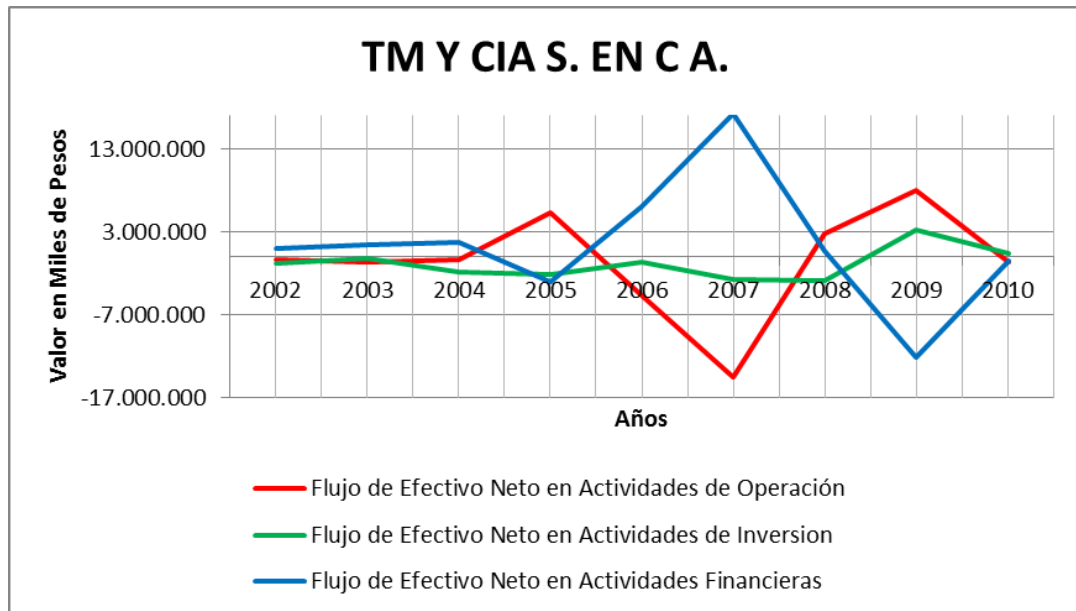
**Tabla 9: Flujos por Empresa del sector comercio empresa TM & CIA**

NIT	RAZON SOCIAL	Tamaño	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversion	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	Flujo de Efectivo Neto Total	EFFECTIVO ANO ANTERIOR	EFFECTIVO PRESENTE ANO
800050749	TM Y CIA S. EN C A.	Grande	-302.705	-778.251	949.345	-131.611	879.958	748.347
800050749	TM Y CIA S. EN C A.	Grande	-690.137	-220.618	1.383.831	473.076	748.347	1.221.423
800050749	TM Y CIA S. EN C A.	Grande	-353.605	-1.888.773	1.756.710	-485.668	1.221.423	735.755
800050749	TM Y CIA S. EN C A.	Grande	5.331.588	-2.183.980	-2.979.342	168.266	735.755	904.021
800050749	TM Y CIA S. EN C A.	Grande	-4.714.409	-711.291	5.994.097	568.397	904.021	1.472.418
800050749	TM Y CIA S. EN C A.	Grande	-14.584.810	-2.788.397	17.204.157	-169.050	1.472.418	1.303.368
800050749	TM Y CIA S. EN C A.	Grande	2.723.962	-2.879.051	632.878	477.789	1.303.368	1.781.157
800050749	TM Y CIA S. EN C A.	Grande	7.986.773	3.274.693	-12.159.236	-897.770	1.781.157	883.387
800050749	TM Y CIA S. EN C A.	Grande	-702.717	420.512	-526.150	-808.355	883.387	75.032

Fuente: Construcción de la tabla con información extraída de la página web de la Supersociedades para los años 2002-2010

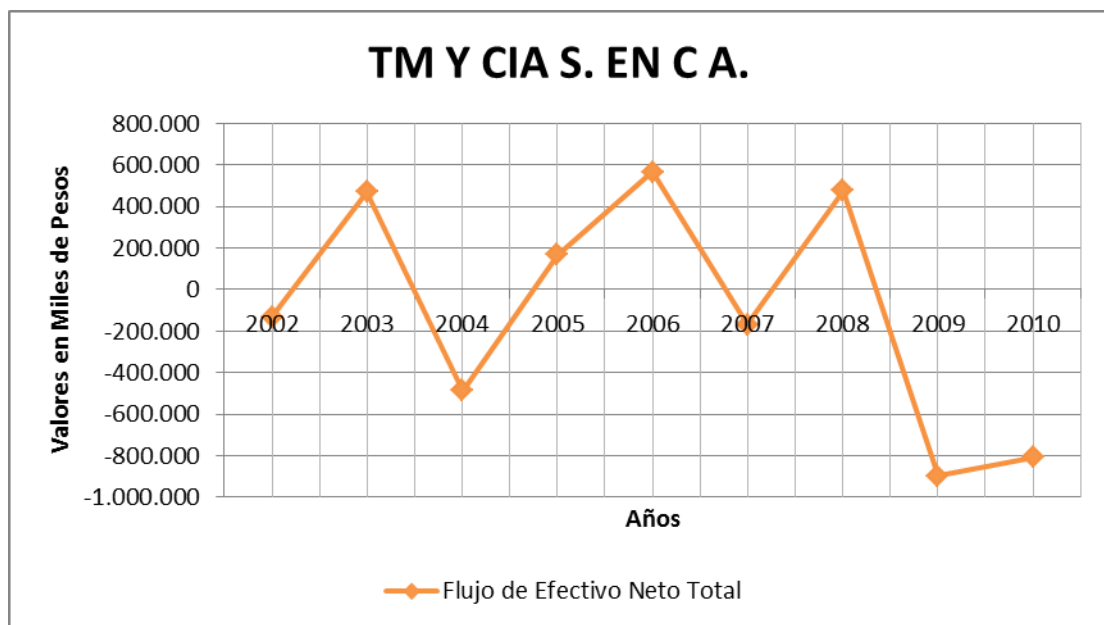
<sup>3</sup> Los comentarios acerca del desempeño de la economía en el Eje Cafetero, son extraídos del Boletín Económico del Banco de la República – BER – para los periodos 2003 a 2011

**Figura 11: Flujos empresa TM & CIA**



**Fuente: Elaboración propia**

**Figura 12: TM & CIA**



**Fuente: Elaboración propia**

En la tabla diez (19), se pueden observar los diferentes flujo de efectivo promedio para las empresas del sector comercial del departamento de Caldas objeto del presente estudio; en ellas se observa que el flujo de efectivo de la financiación, tiene un comportamiento irregular, con tendencia a la baja en los años comprendidos entre el 2002 y el 2005, con una recuperación de esta tendencia a partir del año 2006 y 2007 donde se hizo necesario que las empresas acudieran al sector financiero, no solo atraídos por la disminución de las tasas de interés, sino por la necesidad de mejorar sus flujos de caja como consecuencia de la caída en la productividad de sector y comercialización de mercancías e igualmente a la baja recuperación de cartera.

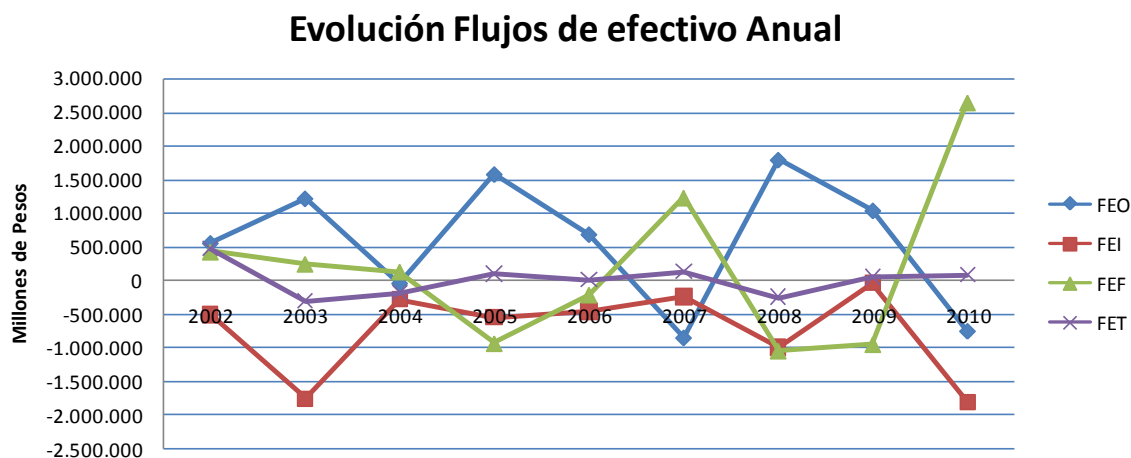
El nivel de endeudamiento tal como se observa en la gráfica, nos muestra que este nivel de endeudamiento es inverso al comportamiento de los flujo de efectivo de las operaciones y es lógico pensar que en los años donde las empresas no pueden generar caja por sus operaciones, estas acuden al sector financiero para poder mantener unos flujos de efectivo que les garanticen de alguna manera su permanencia en la productividad.

**Tabla 10: Flujos Netos Globales**

<b>FLUJOS DE EFECTIVO NETOS DEL SECTOR</b>				
<b>Año</b>	<b>Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación</b>	<b>Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión</b>	<b>Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras</b>	<b>Flujo de Efectivo Neto Total</b>
2002	556.652	-510.674	420.607	466.585
2003	1.219.468	-1.772.046	240.374	-312.204
2004	-39.296	-286.743	124.496	-201.542
2005	1.580.599	-546.736	-943.076	90.787
2006	686.781	-463.816	-219.142	3.823
2007	-849.946	-241.868	1.226.199	134.384
2008	1.794.267	-996.755	-1.054.297	-256.785
2009	1.040.358	-40.990	-957.559	41.809
2010	-750.793	-1.813.587	2.644.418	80.038

Fuente: Construcción propia con datos obtenidos de la página web de la Supersociedades para los años 2002-2010

**Figura 13: Flujos Netos globales por año.**



**Fuente: Elaboración propia**

### **Análisis Estadístico Sector Comercio: Interpretación de la Matriz de**

**Correlaciones:** Para efectos del presente trabajo, y utilizando la herramienta estadística del SPSS, se han correlacionado las variables macroeconómicas con los flujos de fondos, tanto de operación, de inversión, de financiación como Flujo de Efectivo total atendiendo a los objetivos planteados en el presente trabajo<sup>4</sup>.

<sup>4</sup>Para conformar la tabla de datos, se utilizó el promedio aritmético con el objeto de resumir los flujos de fondos de las empresas por años, dado que fue el punto de vista más práctico para realizar este procedimiento. No obstante, en finanzas este criterio es el de mayor uso, dado su utilidad en los análisis.

**Tabla 11: Correlación Sector Comercio**

**MATRIZ GENERAL DE CORRELACIONES**

VARIABLES		PIB	Desempeño	IGBC	DTF	Tasa de Interes	Flujo operacion	Flujo Inversion	Flujo Financiacion	Flujo Total
PIB	Correlación de Pearson	1	-0,73*	,083	-,532	-,299	-,262	-,078	,245	-,031
	Sig. (bilateral)		,026	,831	,140	,434	,496	,843	,525	,937
Desempleo	Correlación de Pearson	-0,73*	1	,044	,173	-,041	,030	-,396	,155	-,180
	Sig. (bilateral)	,026		,910	,656	,916	,938	,291	,690	,644
IGBC	Correlación de Pearson	,083	,044	1	-,739*	-,0766*	-,110	,076	,098	,255
	Sig. (bilateral)	,831	,910		,023	,016	,778	,847	,803	,508
DTF	Correlación de Pearson	-,532	,173	-,739*	1	0,964**	,440	,294	-,531	-,101
	Sig. (bilateral)	,140	,656	,023		,000	,236	,443	,141	,796
Tasa de Interes	Correlación de Pearson	-,299	-,041	-,0766*	0,964**	1	,426	,355	-,558	-,127
	Sig. (bilateral)	,434	,916	,016	,000		,253	,348	,118	,745
Flujo operacion	Correlación de Pearson	-,262	,030	-,110	,440	,426	1	,001	-0,863**	-,321
	Sig. (bilateral)	,496	,938	,778	,236	,253		,999	,003	,400
Flujo Inversion	Correlación de Pearson	-,078	-,396	,076	,294	,355	,001	1	-,475	,348
	Sig. (bilateral)	,843	,291	,847	,443	,348	,999		,196	,359
Flujo Financiacion	Correlación de Pearson	,245	,155	,098	-,531	-,558	-0,863**	-,475	1	,266
	Sig. (bilateral)	,525	,690	,803	,141	,118	,003	,196		,488
Flujo Total	Correlación de Pearson	-,031	-,180	,255	-,101	-,127	-,321	,348	,266	1
	Sig. (bilateral)	,937	,644	,508	,796	,745	,400	,359	,488	

\* La Correlacion es Significante al nivel 0,05 (bilateral)

\*\* La correlacion es significativa al nivel 0,01 (bilateral)

Fuente: Información arrojada por programa SPSS

Correlacionadas las variables económicas con los flujos de fondos, se encuentran los siguientes elementos:

a) Al correlacionar el Producto Interno Bruto (PIB) con los flujos de fondos, se aprecia una correlación negativa, tanto en la inversión como en la operación y en el flujo total, mostrando valores del -7.8%, -26,2% y -3,1% respectivamente, no así en el flujo de financiación dado que se observa una correlación positiva de 24.5% con un nivel de significancia de 52.5%. Este resultado nos indica que aunque el PIB ha tenido un crecimiento y se ha visto una dinámica creciente en la economía durante el periodo de análisis 2002-2010, al inicio de la década no se pudo consolidar un crecimiento importante en la economía, básicamente en el sector externo y en el sector cafetero (Informe de Coyuntura Económica Regional de Caldas Año 2002 emitido por el DANE) -, Este aspecto macroeconómico influyó en forma negativa tanto en la operación como en la inversión en las empresas que conforman el sector comercial; la influencia explicada indica que en promedio se presentó un flujo de financiación positivo, puesto que se considera que en la medida que la economía tenga una dinámica positiva, las tasas de interés se tornan

favorables, aspecto que explica la correlación positiva entre la variable macroeconómica PIB y los flujos de fondos de las empresas de Caldas.

Como se confirma en la matriz de correlaciones, el flujo operacional está en relación inversa con el PIB, igualmente el flujo de inversión está en relación inversa con esta variable macroeconómica en un 7.8% y el flujo de financiación presenta una correlación positiva del 24.5%, esta situación tal como se describe, causa un impacto inverso del 3.1% en el flujo de efectivo total con un nivel de significancia del 93.7%.

b) La variable “Desempleo” correlacionada, igualmente, con los flujos de fondos de las empresas del sector comercial de Caldas, durante el periodo de análisis, en promedio muestran los siguientes guarismos: Frente al flujo de operación, se presenta una correlación positiva del 3% con un nivel de significancia del 93.8%. Respecto al flujo de Inversiones, la correlación es inversa con un porcentaje del 39.6% y un nivel de significancia del 29.1%. En cuanto al flujo de financiación, se observa una relación positiva del 15.5% con un nivel de significancia del 69%. Sumados los tres flujos y comparada la variable macroeconómica con el Flujo de Efectivo consolidado, la correlación se presenta negativa con un guarismo del 18% y un nivel de significancia del 64.4%.

Todo lo anteriormente expuesto influyó positivamente en el flujo de operación al mostrar una relación positiva; sin embargo, este flujo debió haber sido impactado en mayor grado dada la dinámica económica en los comienzos de la década, pues un principio económico predice que si la economía presenta una dinámica positiva el nivel de empleo tiende a aumentar y por consiguiente la tasa de desempleo disminuye; pero durante el comienzo del ciclo económico en la primera parte de la década solo algunas variables tuvieron crecimiento y otras no presentaron la misma dinámica, según Dane (2002).

c) La variable definida en el estudio, como el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia e identificado por sus siglas IGBC, igualmente, se correlacionó con los flujos de fondos de las empresas de Caldas y su correspondencia recíproca nos indica que, frente al flujo de las operaciones la correlación es inversa con una notación del 11% y un nivel de significancia del 77.8%. Frente al flujo de inversiones, la correlación es positiva con un valor del 7.6% y una significancia del 84.7%. con relación al flujo de financiación, la correlación también se presenta positiva con un nivel del 9.8% y un nivel de significancia

del 80.3%. En forma global y considerando el promedio total de todos los flujos de fondos, la correlación entre las variables es del 25.5% y un nivel de significancia del 50.8%.

Se observa en la correlación que el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia, refleja el comportamiento promedio de los precios de las acciones en el mercado, ocasionado por la interacción de las fluctuaciones que por efecto de oferta y demanda sufren los precios de las acciones. Es el instrumento más representativo, ágil y oportuno para evaluar la evolución y tendencia del mercado accionario y cualquier variación de su nivel es el fiel sinónimo del comportamiento de este segmento del mercado, explicando con su aumento las tendencias alcistas en los precios de las acciones y, en forma contraria, con su reducción, la tendencia hacia la baja de los mismos (Bolsa de Valores de Colombia, s.f.a).

d) La DTF variable económica, que nos indica la tasa de interés promedio de los depósitos a término fijo, se correlacionó en forma positiva con los flujos de operación y de inversión y en forma negativa con el flujo de financiación, indicando un porcentaje inverso del 53.1% con un nivel de significancia del 14.1%. En forma general, con el flujo total de fondos la correlación es inversa con el 10.1% y nivel de significancia del 79.6%.

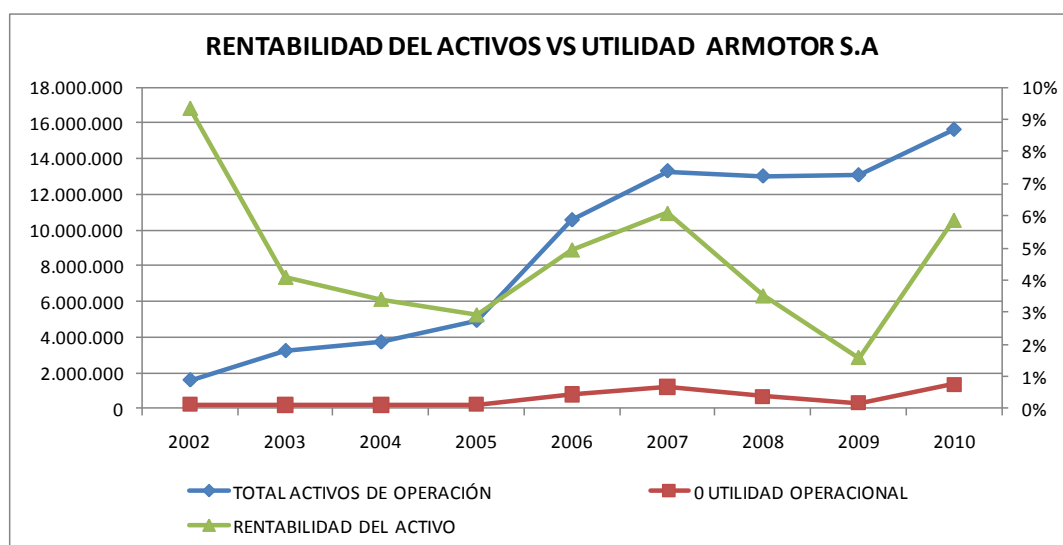
Esta situación nos indica que la DTF está más relacionada con la operación y la inversión que con el financiamiento; esto es, que en la medida que la tasa DTF crece, los flujos de operación y de inversión crecen, lo que puede tener racionalidad en el sentido que las empresas encuentran poco atractivos los mercados para invertir sus excedentes de caja como consecuencia de las bajas tasas de interés; pero la situación observada en las empresas del departamento de Caldas y más exactamente las empresas que corresponden al sector comercial es diferente para el periodo de análisis 2002- 2010, en donde las empresas han tenido disminuciones de caja teniendo la necesidad de incurrir en créditos y financiarse para apalancar de alguna forma la operación.

Finalmente, la matriz muestra la correlación entre las tasas de interés con los flujos de fondos de las empresas analizadas para el sector comercio, observando que se presenta una correlación inversa del 55.8% para los flujos de financiación con un nivel de significancia del 11.8%. Lo que quiere decir, que el Flujo de Efectivo generado por la financiación no fue influido por las tasas de interés. Este factor es generado por la prudencia de los empresarios con el criterio de endeudamiento.



**Análisis de la Rentabilidad del Activo Sector Comercio.** Analizada la Rentabilidad del Activo<sup>5</sup> se observa que en promedio, la rentabilidad del sector comercio se presentó en forma positiva dado los números observados, destacando que en algunas vigencias (2006 – 2009 – 2010) se presentaron cifras contrarias o muy bajas como en el caso del año 2009, originado por factores explicados en el análisis de la utilidad (ver Figura 14), igualmente, el crecimiento en los activos de operación influyó para que los niveles de rentabilidad disminuyeran dado el costo del manejo de los mismos.

**Figura 14: Rentabilidad del activo – Empresa Armotor**



**Fuente: Elaboración propia**

El gráfico muestra las curvas para la empresa ARMOTOR S.A., una de las seleccionadas en la muestra del sector comercial para el análisis, observando en ella que los activos de operación han presentado, para este caso específico, un crecimiento importante, igualmente, las utilidades operativas u operacionales y la rentabilidad del activo; Desde el año 2002, han presentado una evolución relativamente estable; los demás gráficos se adjuntan al presente documento como parte integral del mismo.

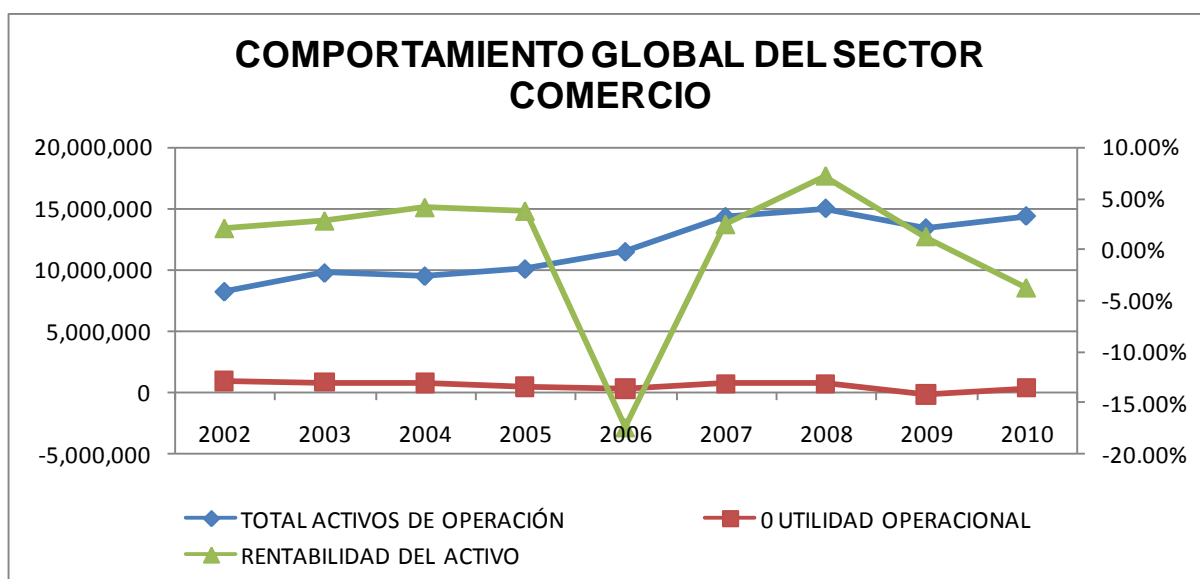
En la siguiente gráfica, los autores hacen una comparación global del sector, es decir, se calculan los resultados promedios de los activos de operación, y de la utilidad

<sup>5</sup> Rentabilidad del Activo: Utilidad Operacional (1 – Tasa de Impuestos)/Activos de Operación.

operacional con el propósito de calcular la rentabilidad del activo mediante los resultados obtenidos por las diferentes empresas.

Para este análisis, se anexa al presente documento una tabla referente a los porcentajes de impuestos que históricamente han sido definidos por el Gobierno Nacional a través de la Dirección de Impuestos y Aduanas –DIAN-, con valores que oscilan entre el 33 y el 35%.

**Figura 15: Comportamiento Rentabilidad Sector Comercio**



**Fuente: Elaboración propia**

En el gráfico, cuya elaboración es de los autores, se observa un crecimiento desde el año 2002 hasta el año 2005. Para la vigencia de 2006, la Rentabilidad del Activo se precipita vertiginosamente ocasionada por una notable disminución en las utilidades de operación y una rentabilidad negativa promedio en el sector del 17.48% que según los boletines de coyuntura económica regional, esta situación obedeció a una bajo comportamiento en el nivel de ventas, de hecho, el crecimiento de este rubro para el departamento de Caldas se ubicó en el 6.2%.

Para los años sucesivos se volvieron a presentar incrementos hasta el año 2008 y a partir del 2009 e inclusive el año 2010 presentan estas variables unas reducciones considerables causadas, por factores de tipo ambiental, fundamentalmente el recrudecimiento del invierno, aspecto que no solo afecta el sector comercial sino toda la actividad económica del país. De hecho, La naturaleza nos está pasando una costosa cuenta

de cobro por la falta de planificación y gestión sobre todos los aspectos relacionados con la protección del medio ambiente. La mayor crisis invernal de la historia, que sufre por estos días nuestro país, tiene sumergidas bajo espejos de agua a más de un millón de hectáreas de tierra, equivalente al tamaño completo del departamento de Sucre; como consecuencia de esta ola invernal, el costo de capital de todas las compañías colombianas subirá ligeramente por motivo del aumento de las tasas del mercado. La consecuencia inexorable será la pérdida relativa del valor de las empresas, sin importar que éstas hayan sido o no, afectadas directamente de las inclemencias del devastador invierno (Stangl, 2012).

En el análisis individual de las empresas del sector comercio se observan casos específicos como los de las empresas Hacienda Dinamarca Ltda., Trilladora Manizales S.A. Sucesores de José Jesús Restrepo, entre otras empresas que por su nivel de activos presentan guarismos de rentabilidad por fuera del promedio del sector pero que a su vez, contribuyen a que el promedio del sector comercial presente resultados positivos. (Ver gráficas anexas). Sin embargo, se aprecia en la Utilidad Operacional de las diferentes empresas unos comportamientos relativamente estables y sin altibajos de importancia, fundamentalmente en los años 2002, 2006 y 2009, ocasionados por las variaciones presentadas en el nivel de activos de operación<sup>6</sup>.

Se observa que empresas como Armotor, Casa López, Casa Restrepo, Vehículos de Caldas, Hacienda Dinamarca, Gutiérrez Buenos Aires & Cía., Drogas S.A., Almacén París, Comercial Caldas, Ferrar S.A. Sumatec, Sucesores de José Jesús Restrepo y la empresa Vega Ltda., han presentado durante el periodo de análisis un crecimiento, tanto de sus activos de operación como en su utilidad operacional y como consecuencia de esto en la rentabilidad del activo y como resultado de estos crecimientos en trece (13) empresas de la muestra, son las que han permitido que el promedio del sector sea positivo. Otras empresas que han tenido comportamiento con crecimientos irregulares durante el periodo de análisis pero con alguna tendencia a la baja, en las que se destacan seis empresas de la muestra:

---

<sup>6</sup> La rentabilidad del activo, consiste básicamente en analizar su comportamiento, independientemente de cómo esta haya sido financiado o lo que es lo mismo decir, sin tener presente su estructura de pasivos puesto que su propósito es observar la capacidad de los activos de operación en la generación de utilidades puesto que por definición, la rentabilidad es una medida de la productividad de los recursos invertidos, según García (1999).

Colombiana de Autos, Inversiones Cambia, Armetales, Surticaldas, TM & Cía. Inversiones G-2, y Almacén Exclusivo, este último incluido en procesos de ley 550 de 1999.

Un tercer bloque de empresas, conformado por, Diego Vallejo & Cía. (en acuerdo de reestructuración), Empresa de Servicios San Marcel y el Grupo López, presentaron durante el periodo de análisis una tendencia muy lateral o sostenida en el sector comercio.

No obstante lo anterior y dado los resultados favorables en la gran mayoría de empresas el desempeño del sector comercial se puede considerar sano dentro de la actividad habida cuenta de los innumerables factores que afectaron la economía en la década de análisis.

Se anexan al presente documento las tablas y gráficas por empresa.

**Análisis de Utilidad Sector Comercio.** Para efectos de la investigación se determinó realizar dos tipos de análisis, uno mediático, consistente en el análisis de las utilidades del sector comercial y el segundo de largo plazo, utilizando para tal fin el análisis de la rentabilidad de las empresas de este sector.

**Tabla 12: Utilidad Sector Comercial**

RELACIONES FINANCIERAS				
EMPRESAS SECTOR COMERCIAL				
Miles de pesos				
AÑO	TOTAL ACTIVOS DE OPERACIÓN	0 UTILIDAD OPERACIONA L	59 GANANCIAS Y PERDIDAS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	8.203.291	903.774	866.487	2,04%
2003	9.719.768	776.897	1.472.570	2,78%
2004	9.465.171	713.086	638.833	4,09%
2005	10.039.042	397.785	265.973	3,74%
2006	11.444.341	231.516	543.899	-17,48%
2007	14.289.114	659.457	749.582	2,43%
2008	14.978.298	661.500	1.152.411	7,19%
2009	13.375.106	-237.414	12.725	1,25%
2010	14.356.373	304.292	590.126	-3,78%

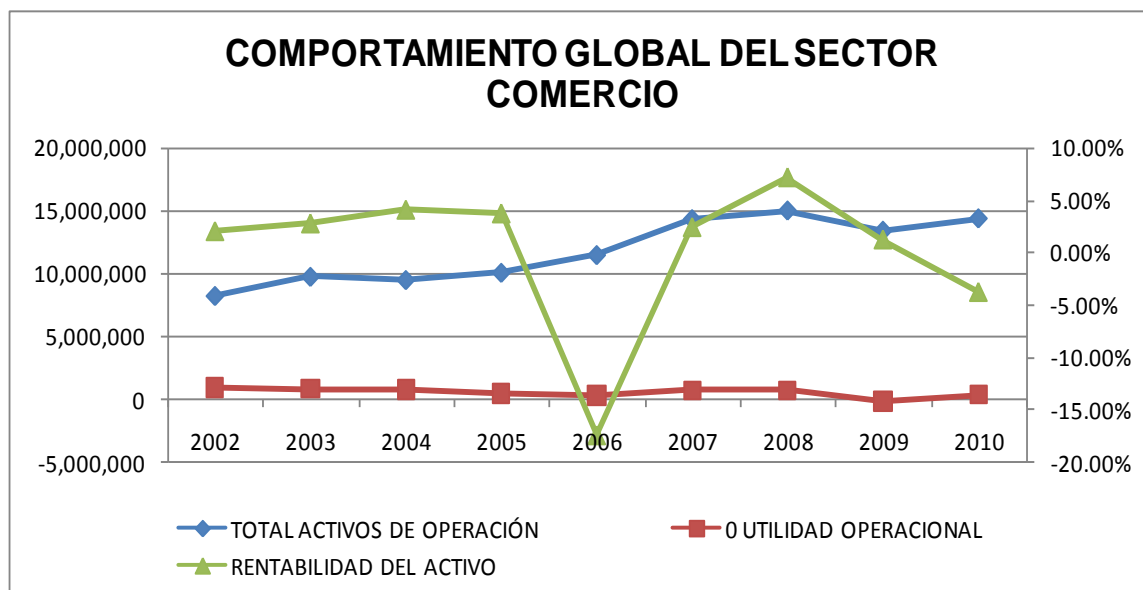
Fuente: Elaborado con información de la Superintendencia de Sociedades

La utilidad operativa u operacional desde el punto de vista financiero o de la administración financiera es un buen indicador de la “capacidad productiva” que tiene una

empresa para generar riqueza o generar valor agregado, tal y como lo explicó García (1999). Si este indicador se observa desde el punto de vista de porcentaje (margen), se prefiere un margen de utilidad operativa alto; un valor negativo en el margen significa que las ventas no alcanzan a generar los recursos necesarios, ni siquiera, para cubrir el costo generado para producir dichas ventas.

Con los criterios financieros indicados en el párrafo anterior, las veinticuatro (24) empresas que conforman el sector comercial, presentaron un comportamiento irregular durante el periodo de análisis. El cuadro de relaciones o de múltiplos financieros que se observa, presenta las utilidades promedio obtenidas en cada año por el sector comercial destacándose que durante el periodo de 2002 a 2010 se presentaron cifras positivas. No obstante este aspecto de generación de utilidades presenta los siguientes aspectos:

Del análisis, se colige que los activos de operación influyeron tanto en la rentabilidad del activo como en las utilidades operativas del sector tal como se aprecia en las diferentes gráficas de las empresas. No obstante, las utilidades del activo, visto el promedio del sector, presentan un comportamiento de tendencia lateral como se observa en los análisis de las utilidades y en los gráficos que se adjuntan. Se observa una disminución en las utilidades durante los años 2002 y 2006, encontrando en este último año su punto de inflexión o su punto más bajo; para el año siguiente (2007) iniciar un periodo de recuperación hasta el año 2009 en donde la economía se vio afectada por la crisis de intercambio comercial con el vecino país de Venezuela, no obstante, las utilidades operativas visto el promedio del sector presentan una leve tendencia al alza tal como se aprecia en la gráfica.

**Figura 16: Comportamiento Global del Sector Comercio**

**Fuente: Elaboración propia**

Vistos los análisis individuales de las empresas que conforman el sector comercial para efectos de este estudio, se observan que empresas como Colombiana de Autos, muestra en sus cifras utilidades operativas por debajo de cero (negativas), igualmente, Casa Restrepo, Vehículos Caldas, pero esta empresa muestra una tendencia al alza, así mismo caídas en la utilidad de empresas como Inversiones G-25, Trilladora Manizales y Surticaldas. No obstante estas caídas, la gran mayoría de empresas presenta un comportamiento similar pero con tendencia al alza.

En el comportamiento individual de las empresas, al igual que en la rentabilidad, se observa en la Hacienda Dinamarca una caída drástica de las utilidades en el año 2009 con una recuperación notoria para el año 2010 con un crecimiento paralelo, tanto en los activos de operación como en la rentabilidad de los activos. Igual situación, se presenta en las utilidades del Almacén París, de la empresa de sucesores de José Jesús Restrepo, Armotor, Casa Restrepo, Gutiérrez Buenos Aires, entre otras, que su comportamiento individual contribuyó a mejorar el promedio del sector

Visto el entorno macroeconómico de la región, durante el año 2003, La economía del Eje Cafetero presentó un comportamiento aceptable, siendo el principal problema el desempleo, que para el caso de Manizales registró una tasa de 19.4%, la más alta de los

últimos cuatro años. Si el análisis se hace con base en el indicador de ventas, elaborado por la DIAN (Dirección de Impuestos y Aduanas), se encuentran resultados positivos en Caldas, ya que las ventas totales de los diferentes agentes económicos del sector comercio, mostraron un crecimiento aceptable destacándose el dinamismo de los sectores comercio, tanto al por mayor con un avance positivo del 38.7%, y comercio al por menor con un guarismo positivo del 11.0%. Esta situación positiva se observa en las utilidades operacionales las cuales presentan, igualmente, un crecimiento positivo excepto por el año 2009 que se explica más adelante.

Durante la vigencia de 2009, se presentan varios aspectos de importancia para la economía del eje cafetero y en especial del sector comercio, así:

- El desempleo en Manizales, Pereira y Armenia en el cuarto trimestre de 2009, presentó tasas del 15,7%, 20,1% y 17,1% superiores al promedio nacional y a las exhibidas en igual periodo del año anterior, cuando se situaron en 14,3%, 13,7% y 15,8%. Cabe resaltar el alto nivel de desocupación en Pereira, que la consolida como la ciudad con la tasa más alta del país.

- En el 2009 las exportaciones no tradicionales de Caldas registraron una disminución del 23,2%, debido, en especial a las restricciones comerciales de los países fronterizos; por el contrario, se evidenció un panorama diferente en Risaralda y Quindío, ya que las exportaciones menores mostraron una evolución destacada al crecer 18,1% y 37,1%, en su orden.

- El comportamiento del sector industrial en el 2009 en el Eje Cafetero, de acuerdo con la ANDI, no fue el mejor, ya que la producción industrial de Caldas y Risaralda disminuyeron 15,5% y 9,4%, ubicándolas en el país como las de menor evolución.

- En lo que respecta a la producción cafetera, los estimativos concuerdan que durante 2009 la cosecha del grano fue muy inferior a lo recolectado en años anteriores; sólo los precios internos mostraron una dinámica importante, resultado de la poca oferta del producto y de la buena cotización internacional.

En consecuencia, y dado la situación que se plantea con el desempleo, y las restricciones comerciales con los países fronterizos, (Ecuador y Venezuela) impactaron las utilidades del sector mostrándolas con el comportamiento irregular que se observa en el

cuadro resumen, e impactando la utilidad operacional en forma negativa sobre todo en el año 2009 dado el entorno internacional con los países vecinos.



## CONCLUSIONES

### Sector Comercio

En el presente capítulo, se explica la correlación de las variables macroeconómicas en forma individual con base en la relación de estas con los flujos de efectivo acordes con lo planteado en el primer objetivo del trabajo, tal como se puede apreciar en la matriz de correlaciones expuesta anteriormente; para realizar este análisis, se tuvieron en cuenta los flujos de operación, financiación e inversión con las variables macroeconómicas (PIB, tasa de interés, desempleo, IGBC y DTF), las cuales se explican a continuación.

1. Realizando un análisis de la correlación entre el flujo de efectivo de las operaciones y el PIB, observamos que este tiene una reciprocidad negativa, lo que nos indica que el flujo de operación no está siendo impactado de manera directa por el producto interno bruto. No obstante, los flujos de operación de las empresas son positivos, lo que nos indica que la operación se está dando por el giro normal de la empresa.

Los años 2008 y 2009, que en la década de análisis se constituyeron en los años en que el panorama económico colombiano empezó a deteriorarse, luego de cuatro años consecutivos de crecimiento sostenido, según el Informe Económico publicado por la Cámara de Comercio de Manizales (2008); Situación que afectó en forma negativa los flujos de financiación al presentar estos resultados negativos. Igualmente el año 2009 fue difícil, no solo para la economía colombiana, sino también para la economía regional, dada la crisis con Venezuela que impactó los flujos de financiación.

Por lo anteriormente expuesto, se concluye que los flujos de operación independientemente de la correlación explicada se comportan dentro del giro normal de los negocios o mejor por el comportamiento de la actividad de las empresas en el sector comercial.

2. En cuanto al desempleo, esta variable se relaciona en forma inversa con el promedio de los flujos de fondos, pues como se observa, no existe una relación directa entre la tasa de desempleo y el flujo de inversión lo que presume que las empresas están generando una menor inversión y lo que a su vez se traduce en tasas de desempleo más altas.

Se concluye, apoyados en la teoría moderna sobre los gastos agregados de la economía, descrita en el marco referencial, que al tenor de la letra dice que “la cantidad de bienes y servicios producidos por la economía y el nivel de empleo, dependen directamente del nivel de gastos totales o agregados en la economía” esto lo que hace, que el nivel de desempleo no afecta directamente los flujos de fondos de las empresas.

3. El Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia –IGBC-, tiene una influencia relativamente menor en los flujos de fondos, dado que, como se dijo anteriormente, este índice no es una variable económica propiamente dicha, sino que es un índice o un indicador, definido por la Bolsa de Valores de Colombia, como un índice general que refleja el comportamiento del mercado de capitales, básicamente, en lo concerniente al mercado accionario desde la perspectiva de la oferta y la demanda. Dado el comportamiento de las fuerzas del mercado este índice en la medida que sea favorable genera aspectos positivos en la inversión y en consecuencia hace que las tasas de interés varíen. Pues de hecho, el índice por su definición desde la Bolsa de Valores de Colombia implica una ponderación de las acciones más líquidas y de mayor bursatilidad en el mercado indicando que son las acciones que tienen mayor frecuencia en la negociación y por ende mayor rotación (Bolsa de Valores de Colombia [www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co)). Este concepto de renta variable es significativo para el mercado desde el punto de vista de la Liquidez y la bursatilidad del mercado accionario.

4. Como se observa dada la correlación negativa de las tasas de interés con los flujos totales al presentar una correlación negativa, nos están indicando estos guarismos que el nivel de endeudamiento de las empresas del sector comercial ha sido prudente dado el comportamiento de las tasas de interés en el periodo analizado y el comportamiento de la DTF en el mismo periodo.

La DTF y la Tasa de interés, impactan negativamente los flujos totales dado que se observa prudencia de los empresarios para endeudarse o para elevar los niveles de endeudamiento de su empresa.

5. Del análisis de rentabilidad, acorde con lo planteado en el tercer objetivo, se concluye que los activos de operación influyeron en la rentabilidad del activo como se observa en las diferentes gráficas de las empresas. No obstante, la rentabilidad del activo, visto el promedio del sector, presenta un comportamiento irregular con una drástica caída

en el año 2006, generado por el comportamiento de la economía para ese año principalmente en los sectores cafetero y externo. Para el caso de la utilidad operacional, analizado el promedio de las empresas del sector comercial durante el periodo de análisis, se observó que la misma ha tenido un comportamiento relativamente estable y sin altibajos de importancia. Como se observa en los análisis la utilidad operacional empezó a tener un comportamiento con tendencia a la baja durante los años 2002 y 2006, encontrando en este último su punto de inflexión; para en el año siguiente (2007) iniciar un periodo de recuperación hasta el año 2009 en donde la economía se vio afectada por la crisis de intercambio comercial con el vecino país de Venezuela.

6. Como conclusión, derivada de estudio de los flujos globales y en concordancia con lo planeado en el segundo objetivo, se concluye que en la medida que se generen flujo de fondos como consecuencia de la operación del negocio o simplemente flujos de operación, la financiación es menor, o dicho en otras palabras, las empresas utilizan en menor proporción fuentes externas de financiación tal como se observó durante los años 2005, 2008 y 2009; a diferencia de los otros años cuyo comportamiento es inverso; es decir, que si se observa con detenimiento la gráfica número 13 esta situación se explica de la siguiente manera: durante el año 2003 el flujo de efectivo de las operaciones presentó un comportamiento alcista, mientras que el flujo de la financiación mostró tendencia bajista al igual que en los años sucesivos; para el año 2005, el comportamiento del flujo de operaciones presentó tendencia alcista y el flujo de financiación indicó, para este periodo, menores necesidades de financiación; ya para los años 2007 y 2008 se observó un comportamiento igual al año 2005. Para los años subsiguientes la tendencia observada según la gráfica descrita, el flujo de operaciones inició una tendencia bajista y como consecuencia de la anormalidad en la operación, se inició una tendencia alcista en el flujo de financiación. Esto, nos permite concluir que en la medida que haya generación de fondos originados en la actividad normal del negocio (flujo de operación), no será necesario recurrir a fuentes externas de financiación y viceversa.

## RECOMENDACIONES

### Sector Comercio

- Como se observa, desde el punto de vista de la gestión financiera y tal como se planteó al inicio del presente trabajo, cuando se planteaba que en investigaciones anteriores como la medición económica del valor agregado (EVA) de las empresas en Caldas, realizada por Molina (2010) evidenciaron que los directivos de las instituciones empresariales están centrados en el corto plazo y el aumento de utilidades es el objetivo más mediático y en el presente estudio igualmente se evidencia que las empresas del sector comercio del Departamento de Caldas, centran mucho de sus esfuerzos hacia un solo mercado lo que ha traído consecuencias nefastas para las mismas tal como se evidenció en el año 2006 y 2009; es por ello que nuestra recomendación va encaminada a que las empresas diversifiquen sus portafolio con lo cual se logra disminuir el riesgo, tanto comercial como financiero.

- Con igual concepto que en el punto anterior, se recomienda a las empresas del sector comercial realizar una adecuada planeación financiera que les permita, no solamente mantener un nivel de utilidad en el corto plazo, sino también un flujo de caja constante que les permita permanecer en el tiempo sin vulnerar el principio de la continuidad o de empresa en marcha y como consecuencia de esto generar mayores niveles de rentabilidad. Como aporte adicional de los coautores, en la década de los 90, se promulgó la Ley 550 de 1990 o ley de reactivación empresarial, cuyo objetivo central fue concebido como un mecanismo transitorio para una coyuntura de crisis económica generalizada dado por el alto endeudamiento y las dificultades en la liquidez que presentaban las empresas en ese momento histórico de la economía<sup>7</sup>. Plantea la ley que una de las características generalizadas de las empresas en reestructuración era la carencia de recursos frescos lo que hizo que estas empresas presentaran problemas de liquidez y con la ley 550 al reestructurar sus pasivos podrían aliviar sus deficiencias de caja.

- En consecuencia y dado lo expuesto, la planeación financiera propuesta en esta recomendación podrá influir ampliamente en el comportamiento de las empresas para que

---

<sup>7</sup> La Ley 550 de 1999, a su vencimiento, cambió de nombre y actualmente se denomina Ley de insolvencia económica y lo que fue transitorio hoy permanece.

estas dediquen esfuerzos en generación de fondos y como se dijo anteriormente pueda permanecer en el tiempo.

- Igualmente, con base en la teoría financiera, las empresas deben enfocar mayores esfuerzos en la disminución de sus activos de operación y no mantener activos ociosos para que éstos sean más eficientes en la generación de flujo de fondo y por ende en utilidades operacionales lo que se traduce en mayores niveles de rentabilidad. Esto se alcanza si las empresas logran mejorar su capital de trabajo neto operativo (inventarios mas cuentas por cobrar menos cuentas por pagar), con lo cual pueden lograr mayores niveles de Liquidez.

- Es importante que las empresas del departamento de Caldas logren implementar dentro de su grupo directivo una planeación económica, financiera, de mercadeo que les permita tener más presentes las variables macroeconómicas de la región que les sirven como indicador o de referencia para saber el rumbo de hacia dónde va la región y como esto puede afectar el desempeño de su empresa y mediante un claro ejercicio de prospectiva financiera acompañada de estudios de mercado puedan innovar su empresa, su producción y por ende su competitividad y su permanencia en el mercado.

- Teniendo en cuenta la liquidez del mercado, vista desde la óptica del índice General de la Bolsa de valores de Colombia, habría una recomendación de importancia y es que conforme se observa en los análisis de la rentabilidad y de las utilidades, las empresas del sector comercio podrían eventualmente invertir sus excesos de liquidez en el mercado de capitales buscando en este sector de la economía recursos para la financiación de sus proyectos con todas las ventajas que esto conlleva tal como la no incurrir en intereses de financiación por préstamos bancarios y demás pasivos financieros.

## REFERENCIAS

- Andi (2008). *Encuesta de Opinión Industrial Conjunta (EOIC)*. Bogotá.
- Banco de la República de Colombia (2002). *Boletín Económico*. Colombia.
- Banco de la República de Colombia (2007). *Boletín Económico*. Colombia.
- Banco de la República de Colombia (2008). *Boletín Económico*. Colombia.
- Banco de la República de Colombia (2009). *Boletín Económico*. Colombia.
- Banco de la República de Colombia (2010). *Boletín Económico*. Colombia.
- Banco de la República de Colombia (2011). *Boletín Económico*. Colombia.
- Banco de la República de Colombia (s.f.). Recuperado agosto 12, 2011, de [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)
- Bolsa de Valores de Colombia (s.f.a). Recuperado en julio 1, 2011, de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/GlosarioResultado>
- Bolsa de Valores de Colombia (s.f.a). Recuperado en julio 14, 2011, de [http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/indicesbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.renderParams.sub5d9e2b27\\_11de9ed172b\\_-74047f000001=action%3Ddetallar%26org.springframework.web.portlet.mvc.ImplicitModel%3Dtrue%26#](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/indicesbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.renderParams.sub5d9e2b27_11de9ed172b_-74047f000001=action%3Ddetallar%26org.springframework.web.portlet.mvc.ImplicitModel%3Dtrue%26#)
- Brigham, Eugene F. y Houston, Joel F (2005). *Fundamentos de Administración Financiera*. Estados Unidos: Editorial Cecsca.
- Cámara de Comercio de Manizales (2008). *Informe Económico de Manizales y Caldas*. Manizales.
- Cámara de Comercio de Manizales (2010). *Informe Económico de Manizales y Caldas*. Manizales.
- Casa de Bolsa (s.f.). Recuperado en julio 14, 2011, de [www.casadebolsa.com.co](http://www.casadebolsa.com.co) –
- Córdoba, M. (2007). *Gerencia Financiera Empresarial*. Bogotá: Ecoe Ediciones.
- Corporación Financiera del Valle (2001, marzo 21). *¿Es la DTF “La” tasa de interés de la economía?* Recuperado en diciembre 12, 2011, de <http://www.gacetafinanciera.com/DTF.pdf>
- DANE (2002). *Informe de Coyuntura Económica Regional de Caldas*. Manizales.
- DANE (2003). *Encuesta Continua de Hogares (ECH)*. Colombia.

- DANE (2003). *Informe de Coyuntura Económica Regional de Caldas*. Manizales.
- DANE (2004). *Encuesta Continua de Hogares (ECH)*. Colombia.
- DANE (2006). *Encuesta Continua de Hogares (ECH)*. Colombia.
- DANE (2007). *Informe de Coyuntura Económica Regional de Caldas*. Manizales.
- DANE (2007). *Informe sobre Desempleo*. Manizales.
- DANE (2008). *Informe de Coyuntura Económica Regional de Caldas*. Manizales.
- DANE (2009). *Informe de Coyuntura Económica Regional de Caldas*. Manizales.
- DANE (2011). *Informe de Coyuntura Económica Regional de Caldas*. Manizales.
- De Gregorio, J. (2006), *Macroeconomía teorías y políticas*. México: Pearson Educación.
- Delong, J. B. (2003). *Macroeconomía*. Madrid: McGraw-Hill.
- Departamento Nacional de Planeación (2007). *Agenda Interna para la Productividad y Competitividad: Documento Regional Caldas*. Bogotá.
- Departamento Nacional de Planeación (2008). *Doing Business en Colombia 2008. Comunicado de prensa*. Recuperado agosto 12, 2011, de [http://www.dnp.gov.co/Portals/0/archivos/documentos/GCRP/Comunicados\\_Prensa/06\\_Bolet%C3%ADn%20Doing%20Business%20Colombia.pdf](http://www.dnp.gov.co/Portals/0/archivos/documentos/GCRP/Comunicados_Prensa/06_Bolet%C3%ADn%20Doing%20Business%20Colombia.pdf)
- DIAN (2011a). *Cartilla declaración de renta y complementarios o de ingresos y patrimonio para personas jurídicas y asimiladas, personas naturales y asimiladas obligadas a llevar contabilidad*. Colombia.
- DIAN (2011b). *Cartilla Declaración de retenciones en la fuente e impuesto sobre las ventas- IVA*. Colombia.
- Dimrauf, G (2003). *Finanzas corporativas*. Buenos Aires: Editorial Grupo Guía S.A.
- Estupiñan G., R. y Estupiñan G., O. (2006). *Análisis Financiero y de gestión*. (2a ed.). Colombia: Ecoe Ediciones.
- Fenalco (2010a). *Boletín Bitácora Económica*. Bogotá.
- Fenalco (2010b). *Encuesta Nacional a Comerciantes*. Bogotá.
- García, O. L. (1999). *Administración financiera: fundamentos y aplicaciones*. (3a ed.). Cali: Prensa Moderna Impresores S.A.
- Gestiópolis (s.f.). Recuperado en julio27, 2011, de [www.gestiopolis.com](http://www.gestiopolis.com)
- Hernández, R., Fernández, C. y Baptista, P. (2006) *Metodología de la Investigación*. (4ª ed.) México: Mc Graw Hill.

- Hicks, B. (1981). Presentation on FASB Discussion Memorandum Reporting Funds Flow, Liquidity, and Financial Flexibility. *Working Paper Series, 34*, 69. Canadá: Laurentian University of Sudbury.
- Keynes, J. (1998). *Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero*. Madrid: Ediciones Aosta.
- Lora, E. (2005) *Técnicas de medición económica metodología y aplicaciones en Colombia*. (3a ed.). Bogotá: Editorial Alfa Omega.
- Molina, A. (2010). *Medición del Valor Económico de las Empresas de Caldas 2002-2008*. Universidad Autónoma de Manizales, Colombia.
- Pensamiento Contrario (s.f.). Recuperado en septiembre 9, 2011, de <http://pensamientocontrario.blogspot.com/2010/12/el-igbc-y-el-nuevo-ciclo-de-crecimiento.html>
- Ross, S., Westerfield, R. y Jordan, B. (1997). *Fundamentos de finanzas corporativas*. (2a ed.). Madrid: Mac Graw Hill.
- Stangl, H. (2012). Valoración de empresas: Invierno vs. Economía. *Periódico Portafolio Económico*.
- Superintendencia de Sociedades (s.f.) Recuperado en enero 17, 2012, de [www.supersociedades.gov.co](http://www.supersociedades.gov.co)
- Superintendencia de Sociedades, Bogotá Decreto 4350 de 2006
- Ultrabursátiles (s.f.). Recuperado en julio 13, 2011, de [www.ultrabursátiles.com.co](http://www.ultrabursatiles.com.co)
- Van Horne, J. (1997). *Administración Financiera*. (10a ed.). México: Prentice Hall.
- Westerfield, R. (2009). *Finanzas Corporativas*. (8a ed.). México: Mac graw Hill.
- Weston, F. y Brigham, E. (1994). *Fundamentos de administración financiera*. (10a edición). México: Macgraw Hill.
- Weston, J. y Copeland, T. (1997). *Finanzas en administración*; (9a ed., vol. I). México: Mac Graw Hill.
- Wild, John: Halsey, Robert (1997). *Análisis de estados financieros*. (9a ed.). México: McGraw-Hill.



## ANEXOS

1. Base de Datos Superintendencia de Sociedades-SIREM
2. IGBC
3. Mercado Laboral
4. Tasa de Interés
5. PIB
6. DTF
7. Tablas de EFAF por Empresa y por Sectores
8. Utilidad Operativa y Rentabilidad Operativa por Sectores

## GLOSARIO

**Accionista:** Poseedor de acciones de una empresa comercial, industrial o financiera que si es dueño de un mínimo determinado de acciones, puede asistir a las reuniones o hacerse asistir a ellas.

**Actividad económica:** Clasifica a las personas ocupadas de acuerdo con el tipo de producto o servicio que genera la empresa, negocio o institución donde desempeñan su trabajo principal.

**Activo:** Importe total del haber de una persona natural o jurídica. En los balances comerciales suele dividirse en activo fijo, activo corriente y otros activos, dentro del activo fijo están los bienes inmuebles, la maquinaria y otros elementos e producción, dentro de los corrientes se encuentran aquellos que son fácilmente convertibles en efectivo y en los otros activos aquellos que no son de la actividad principal pero no dejan de ser importantes para la organización.

**Activos físicos:** Propiedad de activos fijos, existencia de bienes no duraderos, tierras y terrenos, yacimientos mineros, zonas madereras y análogas.

**Activos netos:** Capital empleado en un negocio, expresado en unidades monetarias.

**Amortización:** Pago o extinción de una deuda, generalmente a largo plazo, como el caso de las deudas públicas o hipotecas, que se amortizan mediante pagos periódicos a cuenta de la deuda contraída.

**Balance:** Lista condensada de partidas del activo y del pasivo de una contabilidad, elaborada con el propósito de fijar los saldos o diferencias en una fecha determinada.

**Banca:** Comercio del dinero. Conjunto de operaciones que realizan los bancos, apertura y mantenimiento de cuentas corrientes de ahorros, custodia de valores, descuentos comerciales, concesión de créditos entre otras operaciones.

**Beneficio:** Utilidad, plusvalía, ganancias adicionales sobre una inversión.

**Bienes:** Concepto abstracto que significa utilidad o beneficio. El plural bienes indica un carácter más concreto que en economía corresponde a mercancías.

**Bienes de capital:** Maquinaria y equipo producido en la industria que incorpora en lo que la contabilidad nacional se define como formación de capital fijo.

**Bienes de inversión:** Bienes de capital.

**Bolsa:** mercado de valores público de títulos (acciones y aplicaciones) de empresas privadas. Lugar de reunión de negociantes, especuladores e intermediarios financieros.

**Bolsa de valores:** La llamada bolsa del comercio, es el mercado donde se efectúa la compra y venta de activos financieros.

**Capital:** Fondos con los que cuenta una organización o empresa para ejercer su actividad principal.

**Capital circulante:** Los fondos empleados en existencias y manufacturas en proceso y capital de trabajo u otros fondos corrientes, en contraposición a los activos fijos. Un sinónimo utilizado actualmente es capital de trabajo.

**Capital - estructura de:** Son las fuentes del capital del largo plazo de una empresa. La estructura de capital está determinada por el número y tipos de acciones emitidas y su seguridad sobre las deudas de intereses fijos.

**Capital utilizado:** Es el capital en uso por una organización.

**Cartera:** Conjunto de títulos, documentos y valores que figuran en el activo de una empresa.

**Ciclo económico:** Oscilaciones en el nivel de la actividad económica que se observan regularmente cada cierto periodo en las economías del sistema capitalista.

**Compañía privada:** Tipo de organización comercial que permite a un número limitado de accionistas gozar de responsabilidad limitada pagar impuestos como una compañía.

**Consumo de capital fijo:** El valor al costo corriente de reposición de los activos fijos reproducibles, excepto carreteras, presas y otras formas de construcción distinta de las estructuras, de las administraciones públicas y consumidos durante un periodo contable como resultado del deterioro normal por el uso de estos.

**Correlación:** Herramienta estadística utilizada para determinar el grado de asociación entre una o más variables dependientes y una variable independiente.

**Corto plazo:** Periodo durante el cual una empresa no puede cambiar todos sus factores de producción. En realidad habrá muchos “cortos plazos” de diferente extensión, que corresponde a las posibilidades particulares que tiene la empresa para cambiar determinados insumos.

**Costo:** De manera general, corresponde a la medida de lo que alguien tiene que deshacerse a fin de obtener alguna cosa. En otros términos son aquellas derogaciones en unidades monetarias en las cuales hay que incurrir para realizar un proceso productivo en la empresa.

**Costo de capital:** El costo de capital utilizado por una empresa se mide a través de la tasa de interés ponderada de acuerdo con la proporción de las diferentes fuentes de capital utilizadas.

**Costo de operación:** Término para designar los costos de un proceso de producción. Parte del valor de los productos elaborados que se expresa en forma monetaria y que incluye las inversiones en medios de producción consumidos y la remuneración de trabajo.

**Costo de venta:** Son los gastos incurridos para crear o mantener el mercado de un producto.

**Costos variables:** Costos que varían de acuerdo al nivel de producción de una empresa.

**Crédito:** Concesión del uso o posesión de bienes y servicios sin pago inmediato, este pago realmente es diferido.

**Déficit:** Un exceso del pasivo sobre el activo o cuando una corriente de gastos u obligaciones es superior a la corriente de ingresos o de recursos de un fondo.

**Depreciación:** La reducción de precio o valor de un activo a través del deterioro por el uso de estos.

**Desinversión:** Ocurre cuando parte del equipo de capital, o sea máquinas, edificios, vehículos, etc. No son reemplazados cuando se deterioran, de manera que las existencias se reducen, es por lo tanto lo opuesto a la inversión.

**Deuda:** Ocurre cuando una suma de dinero u otros bienes son entregados en calidad de préstamo por una persona u organización.

**Dividendo:** La cantidad de las utilidades de la compañía que la junta directiva decide distribuir entre los accionistas comunes.

**Efectivo:** Monedas y billetes físicos.

**Emisión de títulos:** Oferta de nuevas acciones a los posibles nuevos accionistas de una organización.

**Empresa:** Toda unidad económica productora y comercializadora de bienes o servicios con fines lucrativos, cualquiera que sea la persona, individual o jurídica, titular del respectivo capital.

**Empresario:** Nombre dado e teoría económica al propietario de la firma u organización.

**Estrategia:** Término usado en la teoría de juegos para describir el conjunto de opciones que un jugador dispondrá e cada grupo posible de circunstancias.

**Estructura:** Modo relativamente estable de organización de los elementos de un sistema.

**Expectativas:** Actitudes, creencias o supuestos acerca de la naturaleza de sucesos futuros.

**Financiamiento:** La provisión de dinero cuando y donde se necesite ya sea para una persona natural o una organización.

**Flujo de caja:** El flujo de pagos de dinero o entradas producto de las actividades empresariales.

**Fuente y usos de fondos:** estado de la contabilidad que describe los flujos de capital de una empresa, las fuentes se caracterizan por ser entradas de dinero y usos la utilización que se le hace a estos recursos.

**Ganancias:** Retribución al esfuerzo producto de los ingresos de una actividad.

**Iliquidez:** Dificultad de convertir algunos bienes en efectivo de forma inmediata. Escasez de disponibilidades del sistema financiero para hacer frente a la demanda de dinero.

**Impuesto:** Contribución, carga o aportación económica que el estado o una autoridad subalterna exige a los ciudadanos o personas jurídicas de un país.

**Industria:** Transformación que sufren las materias primas con la participación de los factores de la producción a diferencia de lo que ocurre con los productos obtenidos del sector agropecuario.

**Ingresos:** La corriente de dinero o de bienes que acumula un individuo o un grupo de individuos, una empresa o la economía durante un periodo de tiempo determinado, están los ingresos operativos y los no operativos, a nivel empresarial, los operativos son aquellos provenientes de la actividad principal a la cual se dedica la organización, mientras que los

no operativos, se refieren a aquellos provenientes de otras actividades diferentes a la principal.

**Ingresos de capital:** Incluyen el producto de la venta de activos fijos y financieros.

**Insolvencia:** Una empresa o firma es insolvente cuando su pasivo, excluyendo el capital suscrito, es mayor que el total de su activo.

**Intangible:** Restricciones legales en las actividades que son el valor para algunos como son las patentes, derechos de autor, registro de marcas derecho de llave y franquicias especiales.

**Inventarios:** Existencias de materia primas, componentes, trabajo en proceso o productos terminados.

**Inversión:** La formación de activos reales de capital da lugar a títulos valores como bonos acciones, hipotecas, etc. Como existe un mercado para el intercambio de estos, la compra de alguno de ellos implica realizar una inversión.

**Largo plazo:** Periodo suficientemente extenso para que la empresa sea capaz de cambiar las cantidades de todos sus factores de producción, para ampliar por ejemplo la capacidad de su planta.

**Liquidación:** terminación, disolución o final de una compañía, también se refiere a la venta de un activo fijo.

**Liquidez:** La facilidad con la que un bien (activo) puede ser cambiado a dinero en efectivo.

**Manufactura:** Forma de producción capitalista basada en la división del trabajo que conserva la técnica artesanal o manual.

**Obligaciones:** Cantidades de dinero destinadas para el pago de acreedores de una empresa.

**Optimo:** Palabra que se presenta con frecuencia en economía y finanzas y que simplemente significa el mejor valor que puede tomar una variable, con respecto a un objetivo en particular.

**Organización:** empresa.

**Precio:** Cantidad de dinero que es ofrecida cambio de una mercancía o servicio.

**Préstamo:** Cantidad de dinero que una persona, empresa o gobierno u otra organización obtiene de otro, generalmente llamado tercero.

**Presupuesto:** Es una estimación de los ingresos y los gastos para un periodo futuro, a diferencia de una cuenta contable que registra transacciones ya efectuadas.

**Promedio ponderado:** media aritmética calculada multiplicando primero cada valor por una cifra designada para reflejar su importancia sobre alguna base, se suman los productos resultantes y después se dividen entre la suma de los números usados como ponderaciones.

**Recursos:** Agentes o factores de producción utilizados en una economía o empresa para producir y distribuir bienes y servicios.

**Servicios:** se refiere a beneficios intangibles por los que un agente paga por ellos.

**Utilidad:** ganancia obtenida sobre una inversión o serie de desembolsos.

**Valor Económico Agregado (EVA®):** Es la ganancia monetaria que queda una vez se han atendido todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. En consecuencia, se crea valor en una empresa cuando la rentabilidad generada supera el costo de oportunidad de los accionistas.