

Relaciones entre los flujos de efectivo de las empresas de Risaralda y el
producto interno bruto regional para el sector comercial en el periodo 2002 -
2011

Gabriel Eduardo Escobar Arias
Investigador Principal
Felipe Rincón Cárdenas
Coinvestigador

Universidad Autónoma de Manizales
Facultad de Estudios Sociales y Empresariales
Maestría en Administración de Negocios (MBA)
Manizales
2015

Relaciones entre los flujos de efectivo de las empresas de Risaralda y el
producto interno bruto regional para el sector comercial en el periodo 2002 -
2011

Gabriel Eduardo Escobar Arias
Investigador Principal
Felipe Rincón Cárdenas
Coinvestigador

Trabajo de grado presentado como requisito parcial para optar al título de
Magíster en Administración de Negocios

Universidad Autónoma de Manizales
Facultad de Estudios Sociales y Empresariales
Maestría en Administración de Negocios (MBA)
Manizales
2015

Contenido

	pág.
Introducción	20
1. Planteamiento del Problema	22
1.1 Diagnóstico o Situación Problema	22
1.2 Formulación del Problema	25
2. Justificación	26
3. Objetivos	30
3.1 Objetivo General	30
3.2 Objetivos Específicos	30
4. Antecedentes	31
5. Marco Teorico	41
5.1 Marco Antecedentes	41
5.1.1 Flujos de efectivo	42
5.1.2 Fuentes	49
5.1.2.1 Aportes de capital	49
5.1.2.2 Créditos externos	50

5.1.2.3 Venta de activos fijos	51
5.1.2.4 Emisión de Acciones	51
5.1.2.5 Generación interna de fondos (GIF)	53
5.1.3 Salidas de efectivo	54
5.1.3.1 Pago de las obligaciones	54
5.1.3.2 Pago de los impuestos	55
5.1.3.2.1 Impuesto sobre la renta y complementarios	55
5.1.3.2.2 Impuesto al valor agregado (IVA)	55
5.1.3.2.3 Retención en la fuente	56
5.1.3.3 Pago de las obligaciones laborales	56
5.1.3.4 Pago de obligaciones a los propietarios	56
5.1.4 Estado de fuentes y aplicación de fondos (EFAF).	57
5.1.4.1 Aplicación	57
5.1.5 Crecimiento económico	61
5.1.5.1 Relación entre el crecimiento económico y los flujos de efectivo	72
5.1.5.2 Explicación al modelo de Slow	78
5.1.5.2.1 Análisis gráfico al modelo de Slow	86
5.1.5.2.2 Algunas conclusiones del modelo de Slow	90

RELACIONES ENTRE LOS FLUJOS DE EFECTIVO	5
5.1.6 Indicadores Macroeconómicos	106
5.1.7 Medición del desempleo	112
5.1.8 Tipo de interés	113
5.1.9 Problemas de mercado	124
5.1.10 Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC)	127
5.2 Marco Demográfico	132
5.2.1 Población objetivo	132
5.3 Marco Legal	134
6. Diseño Metodológico	136
6.1 Tipo de Estudio	136
6.2 Fases de la Investigación	137
6.3 Población	139
7. Desarrollo de la Investigación	140
7.1 Análisis de Variables Macroeconómicas	140
7.1.1 Índice general de la bolsa de valores de Colombia (IGBC)	140
7.1.2 Mercado Laboral – Risaralda 2002-2011	143
7.1.3 Comportamiento de las Tasas de Interés Año 2002 – 2011	150
7.1.4 Comportamiento del PIB Risaralda período 2002-2011	152

7.1.5 Comportamiento de la DTF período 2002-2011	154
7.1.6 Tasa representativa del mercado (TRM) 2002-2011	156
7.1.7 Índice de precios al consumidor	157
7.2 Análisis del Sector Comercial	158
7.3 Flujos de Efectivo	176
7.3.1 Sector comercio	176
7.3.2 Cadena Centrales Limitada	178
7.3.3 Análisis estadístico sector Comercio	180
7.3.4 Análisis de Correlaciones	182
7.3.4.1 Coeficiente de correlación de Pearson	182
7.3.4.2 PIB Risaralda - IGBC Variación Anual Nacional	184
7.3.4.3 PIB Risaralda - DTF Promedio Anual	186
7.3.4.4 PIB Risaralda - Tasa Colocación Promedio Anual Nacional	189
7.3.4.5 PIB Risaralda - Tasa Cambio Promedio Anual Nacional	192
7.3.4.6 PIB Risaralda - Índice del precio al consumidor (IPC)	195
7.3.4.7 PIB Risaralda - FEN En Actividades de operación	199
7.3.4.8 PIB Risaralda - FEN En Actividades de Inversión	202
7.3.4.9 PIB Risaralda - FEN En Actividades Financieras	204

7.3.4.10 PIB Risaralda - Total aumento o disminución del efectivo	206
7.3.4.11 FEN En Actividades de operación – Tasa de desempleo de Risaralda	206
7.3.4.12 FEN En Actividades de operación – IGBC Variación Anual Nacional	207
7.3.4.13 FEN En Actividades de Operación – DTF Promedio Anual	208
7.3.4.14 FEN En Actividades de Operación – Tasa Colocación Promedio Anual Nacional	210
7.3.4.15 FEN En Actividades de Operación – Tasa Cambio Promedio Anual Nacional	211
7.3.4.16 FEN En Actividades de Operación – Índice del precio al consumidor (IPC)	213
7.3.4.17 En Actividades de Inversión - Tasa de desempleo de Risaralda	215
7.3.4.18 FEN En Actividades de Inversión - IGBC Variación Anual Nacional	215
7.3.4.19 FEN En Actividades de Inversión - DTF Promedio Anual	216
7.3.4.20 FEN En Actividades de Inversión – Tasa de colocación promedio anual nacional	217
7.3.4.20 FEN En Actividades de Inversión – Tasa de cambio promedio anual Nacional	218
7.3.4.21 FEN En Actividades de Inversión – Índices de precios al Consumidor	219
7.3.4.22 FEN En Actividades Financieras – Tasa Desempleo Risaralda	220
7.3.4.23 FEN En Actividades Financieras - IGBC Variación Anual Nacional	221
7.3.4.24 FEN En Actividades Financieras - DTF Promedio Anual	221

7.3.4.25 FEN En Actividades Financieras - Tasa Colocación Promedio Anual Nacional	222
7.3.4.26 Flujo de efectivo neto en actividades financieras – Tasa de cambio promedio anual nacional	223
7.3.4.27 Flujo de efectivo neto en actividades financieras – Índice de precios al consumidor	224
7.3.4.28 Total aumento o disminución del efectivo	226
7.4 Rentabilidad del Activo	227
7.4.1 Sector comercio	227
7.4.2 Cadena Centrales Limitada	228
7.4.3 Ferretería Tama S.A.	230
7.4.4 Activo Villegas & Cía.	232
7.4.5 Prodex S.A.	233
7.4.6 Carmona & Álvarez Cía. Ltda.	235
7.4.7 Automotora de Occidente S.A.	236
7.4.8 Lagobo Distribuciones S.A. LGB S.A.	238
7.4.9 Casa del Bombillo No. 3 Ltda.	239
7.4.10 Dromayor Pereira S.A.	241
7.4.11 Audifarma S.A.	242

7.4.12 Comercializadora Santander S.A.	244
7.4.13 Caldas Motor S.A.	245
7.4.14 Alcides Arévalo V. & Cía. Ltda.	247
7.4.15 Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda.	248
7.4.16 Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A.	250
7.4.17 Morales Monsalve Hermanos Ltda.	251
7.4.18 Distribuidora Grancolombiana Ltda.	253
7.4.19 Tulio Henao & Cía. Ltda.	254
7.4.20 Lubrillantas Ltda. (en acuerdo de reestructuración)	256
7.4.21 Unicamperos Ltda.	257
7.4.22 Germán Gaviria S. & Cía. Ltda. Distrimotos	259
7.4.23 Tecnodiesel Limitada	260
7.4.24 Autos de Risaralda S.A.	262
7.4.25 Eve Distribuciones S.A.	263
7.4.26 Inversiones Radio & Partes Ltda.	265
7.4.27 Drolicores Ltda.	266
8. Conclusiones	269
9. Recomendaciones	273

RELACIONES ENTRE LOS FLUJOS DE EFECTIVO

10

Bibliografía

277

Lista de Tablas

	pág.
Tabla 1. Crecimiento de la economía.	99
Tabla 2. Entidades que inyectan liquidez a las empresas y familias en colombia.	104
Tabla 3. Reporte flujo de efectivo de Sirem.	132
Tabla 4. Listado de las empresas.	133
Tabla 5. El cambio porcentual del IGBC anual.	141
Tabla 6. Tasa de desempleo 2002-2011.	144
Tabla 7. Comportamiento de las Tasas de Interés Año 2002 – 2011.	150
Tabla 8. PIB departamental.	153
Tabla 9. Comportamiento de la DTF, período 2002-2011.	154
Tabla 10. Tasa Representativa del Mercado (TRM) 2002-2011.	156
Tabla 11. Índice de precios al consumidor (IPC) 2002-2011.	157
Tabla 12. Códigos que pertenecen al sector Comercial.	174
Tabla 13. Clasificación de las empresas colombianas segunactivos totales.	175
Tabla 14. Clasificación Empresas del Sector Comercio.	175
Tabla 15. Flujo de Efectivo Neto Sector Comercio 2002-2011.	176

Tabla 16.	Flujo de Efectivo Neto, Cadena Centrales Ltda. (NIT 891.411.211) 2002-2011.	178
Tabla 17.	Flujo de efectivo total de las empresas 2002-2011.	179
Tabla 18.	Datos para Correlación Sector Comercio 2002-2011.	180
Tabla 19.	Matriz de correlación (elaboración en SPSS).	183
Tabla 20.	Rentabilidad Sector Comercio.	227
Tabla 21.	Rentabilidad del Activo Cadena Centrales Limitada 2002-2011.	228
Tabla 22.	Rentabilidad del Activo Ferretería Tama S.A. 2002-2011.	230
Tabla 23.	Rentabilidad del Activo Villegas & Cía. 2002-2011.	232
Tabla 24.	Rentabilidad del Activo Prodex S.A.	233
Tabla 25.	Rentabilidad del Activo Carmona & Álvarez Cía. Ltda. 2002-2011.	235
Tabla 26.	Rentabilidad del Activo Automotora de Occidente S.A. 2002-2011.	236
Tabla 27.	Rentabilidad Activo Lagobo Distribuciones S.A. LGB S.A. 2002-2011.	238
Tabla 28.	Rentabilidad del Activo Casa del Bombillo N° 3 Ltda. 2002-2011.	239
Tabla 29.	Rentabilidad del Activo Dromayor Pereira S.A. 2002-2011.	241
Tabla 30.	Rentabilidad del Activo Audifarma S.A. 2002-2011.	242
Tabla 31.	Rentabilidad del Activo Comercializadora Santander S.A. 2002-2011.	244
Tabla 32.	Rentabilidad del Activo Caldas Motor S.A. 2002-2011.	245

Tabla 33.	Rentabilidad del Activo Alcides Arévalo V. & Cía Ltda. 2002-2011.	247
Tabla 34.	Rentabilidad del Activo Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda. 2002-2011.	248
Tabla 35.	Rentabilidad del Activo Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A. 2002-2011.	250
Tabla 36.	Rentabilidad del Activo Morales Monsalve Hermanos Ltda. 2002-2011.	251
Tabla 37.	Rentabilidad del Activo Distribuidora Grancolombiana Ltda. 2002-2011.	253
Tabla 38.	Rentabilidad del Activo Tulio Henao & Cía. Ltda. 2002-2011.	254
Tabla 39.	Rentabilidad del Activo Lubrillantas Ltda. 2002-2011.	256
Tabla 40.	Rentabilidad del Activo Unicamperos Ltda. 2002-2011.	257
Tabla 41.	Rentabilidad Activo Germán Gaviria S. & Cía. Ltda. Distrimotos 2002-2011.	259
Tabla 42.	Rentabilidad del Activo Tecnodiesel Ltda. 2002-2011.	260
Tabla 43.	Rentabilidad del Activo Autos de Risaralda S.A. 2002-2011.	262
Tabla 44.	Rentabilidad del Activo Eve Distribuciones S.A. 2002-2011.	263
Tabla 45.	Rentabilidad del Activo Inversiones Radio & Partes Ltda. 2002-2011.	265
Tabla 46.	Rentabilidad del Activo Drolicores Ltda. 2002-2011.	266

Lista de Figuras

	pág.
Figura 1. Rendimientos decrecientes de los factores de producción	74
Figura 2. Función de la producción, ahorro e inversión para distintos niveles de capital .	87
Figura 3. Movilidad de la inversión.	94
Figura 4. Relaciones entre los agentes de una economía.	100
Figura 5. Distribución Población.	113
Figura 6. Cambio porcentual IGBC anual frente al crecimiento PIB en Colombia.	142
Figura 7. Tasa de Desempleo. Mercado Laboral, Risaralda 2002-2011.	143
Figura 8. Tasa de Colocación Promedio, 2000-2011.	150
Figura 9. PIB departamental Risaralda 2000-2011.	152
Figura 10. Tasa Representativa del Mercado (TRM) 2002-2011.	156
Figura 11. Índice de precios al consumidor (IPC) 2002-2011.	158
Figura 12. Composición de las Empresas del Sector Comercio.	176
Figura 13. Flujo Efectivo Neto Actividades de Operación Sector Comercio 2002-2011.	177

Figura 14.	Flujo Efectivo Neto Actividades de Inversión Sector Comercio 2002-2011.	177
Figura 15.	Flujo Efectivo Neto Actividades Financieras Sector Comercio 2002-2011.	177
Figura 16.	Flujo de Efectivo Neto Total Sector Comercio 2002-2011.	178
Figura 17.	Flujo Efectivo Neto, Cadena Centrales Limitada 2002-2011.	179
Figura 18.	Flujo de Efectivo Neto, Cadena Centrales Limitada 2002-2011.	179
Figura 19.	Coefficiente de correlación de Pearson.	182
Figura 20.	Rentabilidad Sector Comercio 2002-2011.	227
Figura 21.	Utilidad Sector Comercio 2002-2011.	228
Figura 22.	Utilidad Cadena Centrales Limitada 2002-2011.	229
Figura 23.	Rentabilidad del Activo Cadena Centrales Limitada 2002-2011.	229
Figura 24.	Rentabilidad del Activo Ferretería Tama S.A. 2002-2011.	230
Figura 25.	Utilidad Ferretería Tama S.A. 2002-2011.	231
Figura 26.	Rentabilidad del Activo Villegas & Cía. 2002-2011.	232
Figura 27.	Utilidad Villegas & Cía. 2002-2011.	232
Figura 28.	Rentabilidad del Activo Prodex S.A. 2002-2011.	233
Figura 29.	Utilidad Prodex S.A. 2002-2011.	234
Figura 30.	Rentabilidad del Activo Carmona & Álvarez Cía. Ltda. 2002-2011.	235

Figura 31.	Utilidad Carmona & Álvarez Cía. Ltda. 2002-2011.	235
Figura 32.	Rentabilidad del Activo Automotora de Occidente S.A. 2002-2011.	237
Figura 33.	Utilidad Automotora de Occidente S.A. 2002-2011.	237
Figura 34.	Rentabilidad Activo Lagobo Distribuciones S.A. LGB S.A. 2002-2011.	238
Figura 35.	Utilidad Lagobo Distribuciones S.A. LGB S.A. 2002-2011.	238
Figura 36.	Rentabilidad del Activo Casa del Bombillo No 3 Ltda. 2002-2011.	240
Figura 37.	Utilidad Casa del Bombillo No 3 Ltda. 2002-2011.	240
Figura 38.	Rentabilidad del Activo Dromayor Pereira S.A. 2002-2011.	241
Figura 39.	Utilidad Dromayor Pereira S.A. 2002-2011.	241
Figura 40.	Rentabilidad del Activo Audifarma S.A. 2002-2011.	243
Figura 41.	Utilidad Audifarma S.A. 2002-2011.	243
Figura 42.	Rentabilidad del Activo Comercializadora Santander S.A. 2002-2011.	244
Figura 43.	Utilidad Comercializadora Santander S.A. 2002-2011.	244
Figura 44.	Rentabilidad del Activo Caldas Motor S.A. 2002-2011.	246
Figura 45.	Utilidad Caldas Motor S.A.	246
Figura 46.	Rentabilidad del Activo Alcides Arévalo V. & Cía Ltda. 2002-2011.	247
Figura 47.	Utilidad Alcides Arévalo V. & Cía Ltda. 2002-2011.	247
Figura 48.	Rentabilidad del Activo Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda. 2002-2011.	249

Figura 49.	Utilidad Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda. 2002-2011.	249
Figura 50.	Rentabilidad del Activo Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A. 2002-2011.	250
Figura 51.	Utilidad Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A. 2002-2011.	251
Figura 52.	Rentabilidad del Activo Morales Monsalve Hermanos Ltda. 2002-2011.	252
Figura 53.	Utilidad Morales Monsalve Hermanos Ltda. 2002-2011.	252
Figura 54.	Rentabilidad del Activo Distribuidora Grancolombiana Ltda. 2002-2011.	253
Figura 55.	Utilidad Distribuidora Grancolombiana Ltda. 2002-2011.	253
Figura 56.	Rentabilidad del Activo Tulio Henao & Cía. Ltda. 2002-2011.	255
Figura 57.	Utilidad Tulio Henao & Cía. Ltda. 2002-2011.	255
Figura 58.	Rentabilidad del Activo Lubrillantas Ltda. 2002-2011.	256
Figura 59.	Utilidad Lubrillantas Ltda. 2002-2011.	256
Figura 60.	Rentabilidad del Activo Unicamperos Ltda. 2002-2011.	258
Figura 61.	Utilidad Unicamperos Ltda. 2002-2011.	258
Figura 62.	Rentabilidad Activo Germán Gaviria S. & Cía. Ltda. Distrimotos 2002-2011.	259
Figura 63.	Utilidad Germán Gaviria S. & Cía. Ltda. Distrimotos 2002-2011.	259
Figura 64.	Rentabilidad del Activo Tecnodiesel Ltda. 2002-2011.	261

Figura 65.	Utilidad Tecnodiesel Ltda. 2002-2011.	261
Figura 66.	Rentabilidad del Activo Autos de Risaralda S.A. 2002-2011.	262
Figura 67.	Utilidad Autos de Risaralda S.A. 2002-2011.	262
Figura 68.	Rentabilidad del Activo Eve Distribuciones S.A. 2002-2011.	264
Figura 69.	Utilidad Eve Distribuciones S.A. 2002-2011.	264
Figura 70.	Rentabilidad del Activo Inversiones Radio & Partes Ltda. 2002-2011.	265
Figura 71.	Utilidad Inversiones Radio & Partes Ltda. 2002-2011.	265
Figura 72.	Rentabilidad del Activo Drolicores Ltda. 2002-2011.	267
Figura 73.	Utilidad Drolicores Ltda. 2002-2011.	267

Lista de Anexos

	pág.
ANEXO A. Flujos de efectivo Cadena Centrales Limitada	285
ANEXO B. Flujos de efectivo Drolicores Ltda.	286
ANEXO C. Flujos de Efectivo Inversiones Radio & Partes Ltda.	287
ANEXO D. Flujos de Efectivo Eve Distribuciones S.A.	288
ANEXO E. Flujos de Efectivo Autos de Risaralda S.A.	289
ANEXO F. Flujos de Efectivo Tecnodiesel Limitada	290
ANEXO G. Flujos de Efectivo Germán Gaviria S. & Cía. Ltda. Distrimotos	291
ANEXO H. Flujos de Efectivo Unicamperos Ltda.	292
ANEXO I. Flujos de Efectivo Lubrillantas Ltda. (en acuerdo de reestructuración)	293
ANEXO J. Flujos de Efectivo Tulio Henao & Cía. Ltda.	294
ANEXO K. Distribuidora Grancolombiana Ltda.	295
ANEXO L. Flujos de Efectivo Morales Monsalve Hermanos Ltda.	296
ANEXO M. Flujos de Efectivo Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A.	297
ANEXO N. Flujos de Efectivo Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda.	298
ANEXO O. Flujos de Efectivo Alcides Arévalo V. & Cía. Ltda.	299

RELACIONES ENTRE LOS FLUJOS DE EFECTIVO	20
ANEXO P. Flujos de Efectivo Caldas Motor S.A.	300
ANEXO Q. Flujos de Efectivo Comercializadora Santander S.A.	301
ANEXO R. Anexo B. Flujos de Efectivo Audifarma S.A.	302
ANEXO S. Flujos de Efectivo Dromayor Pereira S.A.	303
ANEXO T. Flujos de Efectivo Casa del Bombillo N° 3 Ltda.	304
ANEXO U. Flujos de efectivo Lagobo Distribuciones S.A. L.G.B. S.A.	305
ANEXO V. Flujos de efectivo Automotora De Occidente S.A.	306
ANEXO W. Flujos de Efectivo Carmona & Álvarez Cía. Ltda.	307
ANEXO X. Anexo C. Flujos de Efectivo Prodex S.A.	308
ANEXO Y. Flujos de Efectivo Villegas & Cía. SCS	309
ANEXO Z. Flujos de Efectivo Ferretería Tama S.A.	310

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 en el cual las organizaciones se están enfrentando; investigaciones actuales como las relaciones entre los flujos de efectivo de las empresas de Caldas y el crecimiento económico regional en el período de 2002 a 2010, 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 Risaralda, con esta nueva investigación en la línea de finanzas del grupo en empresariado de la Universidad Autónoma de Manizales, se busca la elaboración de un estudio analizando los flujos de efectivo de algunas empresa en el sector comercial de Risaralda en los años 2002-2011 en su 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 como son el producto interno bruto, el desempleo y las tasa de interés y de esta forma analizar estos comportamientos y explicarlos de acuerdo a los resultados obtenidos durante el periodo objeto de estudio en las empresas de Risaralda que reportaron resultados a la Superintendencia de Sociedades.

El presente trabajo se divide en nueve secciones, así: la primera es el planteamiento del problema, el segundo la justificación, tercero objetivos generales y específicos; cuarto marco referencial; quinto diseño metodológico, sexto desarrollo de la

investigación es esta sección se realiza el análisis de las variables macroeconómicas de los flujos de efectivo y el análisis estadístico correlacional; séptimo conclusiones; octavo recomendaciones y por último la bibliografía.

1. Planteamiento del Problema

1.1 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.

En algunos estudios se denota la importancia de los indicadores macroeconómicos, como lo podemos encontrar en el estudio (León, C. y Miranda, M., Análisis Macroeconómico para la empresa, julio 2013), donde se tiene en cuenta que se deben tener bases solidas en el conocimiento de indicadores macroeconómicos para la toma de decisiones. Hace hincapié en la toma de decisiones empresariales con la dinámica del entorno económico, es decir, tener presente los cambios en los cuales

interviene variables nacionales como internacionales, ya que obteniendo este conocimiento las áreas administrativas pueden enfocar mejor sus estrategias en los mercados consumidores, financieros y de proveedores.

A la fecha se ha consultado en diferentes bases de datos estudios recientes donde se señalen las relaciones entre los flujos de efectivo de las empresas y los indicadores macroeconómicos y los autores encontrados hacen un análisis profundo de los flujos de inversión, es decir, sobre las inversiones o flujos de capital ya sea a través de inversión extranjera indirecta y directa, pero no se señalan estudios de los flujos de efectivo contables, los cuales son objeto del presente estudio.

1.2 Formulación del Problema

En la estructura financiera de las empresas del sector comercio, explicar los resultados monetarios que se obtuvieron durante un período determinado, suele ser muy problemático en la medida que éstos se ven afectados tanto por factores internos como externos y relacionar estos resultados con las tendencias económicas y sus variables, hace que los análisis se hagan de forma diferencial, es decir, se pueden sacar muchas conclusiones y las empresas en su afán de tratar de explicar los resultados lo que hacen es trasladar la responsabilidad de estos al entorno socioeconómico 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 la financiación; conforme a este planteamiento, surge la siguiente problemática:

¿ Cual es la relación entre los flujos de efectivo de la empresas del sector comercial de Risaralda que reportaron Estados financieros a la superintendencia de sociedades durante el periodo 2002 2011 y el crecimiento de la economía regional durante el mismo periodo de tiempo ?

2. Justificación

A partir de la investigación de Molina (2010), titulada Medición del Valor Económico Agregado de las Empresas de Caldas en el Período 2000-2008 y desarrollada por la misma línea de investigación del grupo de empresariado de la Universidad Autónoma de Manizales 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 ésta 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, este estudio es acorde en el ambiente académico y afín con la misión de la Universidad Autónoma de Manizales en cuanto al desarrollo Regional; 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 2011; 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, los 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 comercio, el gobierno municipal y departamental no cuenta 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.

Es importante resaltar que este estudio también es novedoso, en la medida que los empresarios podrán hacer uso de la información que arroje el presente estudio para facilitar el proceso de toma de decisiones al interior de sus organizaciones, ya que se espera dependiendo de los mismos resultados, que los empresarios de acuerdo a las tendencias que puedan tomar las variables macroeconómicas alineen sus políticas con el objeto de que los flujos de efectivo realmente se relacionen con el entorno económico en el cual se encuentra la empresa o el sector y así poder optimizar un poco más el uso de los recursos.

Para comprender un poco mejor la apreciación anterior, se muestra a continuación un ejemplo de cómo se puede optimizar los recursos y facilitar de esta forma las decisiones empresariales: En estudios anteriores (relación de los flujos de efectivo y los indicadores macro para el departamento de Caldas) se pudo determinar que los empresarios toman las decisiones de financiación, es decir, toman deuda, sin importar la tendencia o monto de las tasas de interés de colocación del mercado que se cotizan en el momento. Hacer uso de esta información es importante, ya que si el empresario es conocedor de las tendencias que van a tomar las tasas de interés puede aplazar o tomar deuda con el sistema financiero. Si por ejemplo el empresario tiene en su estructura en realizar inversiones en capital operativo las cuales son costosas y que generalmente requieren de financiación, podría aplazar dichas inversiones si en el mercado se vislumbra que las tasas de interés de colocación por parte de las entidades financieras van a disminuir.

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 cuatro sectores: comercial, industrial, agropecuario y servicios. Para el 2012 se está extendiendo la investigación para los departamentos del Quindío y Risaralda en los cuatro sectores.

3. Objetivos

3.1 Objetivo General

Establecer la relación que existe entre los flujos de efectivo de las empresas de Risaralda del sector comercio que reportaron estados financieros a la Superintendencia de Sociedades durante el período 2002-2011 y el producto interno bruto regional (PIB)

3.2 Objetivos Específicos

- Correlacionar las variables macroeconómicas con la variación de los flujos de efectivo de las empresas del sector comercial de Risaralda que reportaron a la Superintendencia de Sociedades en el período 2002-2011.

- Analizar los flujos de efectivo de las empresas del sector comercial de Risaralda generados desde la actividad principal y otras actividades.

- Realizar un análisis de la rentabilidad de activo y la utilidad operacional de las empresas de Risaralda que reportaron a la Superintendencia de Sociedades en el período 2002-2011.

4. Antecedentes

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 continuar con un análisis de la realidad financiera de las empresas de Caldas se realizó una nueva investigación, analizando los flujos de efectivo de algunas empresas del departamento para el sector comercial, industrial, de servicios y agropecuario, durante el periodo 2002 - 2010 en sus estructura de operación, financiación e inversión y se determinó su relación con algunas variables macroeconómicas durante el mismo periodo de tiempo. Se analizaron sus comportamientos y se explicaron 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 Sociedades¹.

¹ 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.

Actualmente, la investigación se está realizando para los departamentos del Quindío y Risaralda para los mismos sectores durante los periodos 2002 – 2011, esto debido a que en la actualidad ya hay disponibilidad de los estados financieros de este último año en la superintendencia de sociedades.

En el estudio realizado para el departamento de Caldas y para cada uno de los sectores se obtuvieron los siguientes resultados:

En el sector comercial, al correlacionar el resultado de los flujos de efectivo con el producto interno bruto regional arrojó un dato negativo, demostrando que este sector no es gran aportante para el desarrollo de este indicador macroeconómico, adicionalmente de acuerdo al informe de coyuntura económica regional de Caldas del año 2002, no se consolidó durante el inicio de la década un crecimiento destacado de dicho sector influenciado por la baja dinámica tanto el sector externo como el café; teniendo en cuenta que este producto fue el gran dinamizador de la economía regional durante varias décadas y que aún sigue siendo gran aportante al crecimiento de la región.

Al correlacionar la variable desempleo con el flujo de efectivo se obtuvo una relación negativa que ascendió al 18% lo que demuestra que el sector al igual que en el caso anterior no hace grandes aportes a la generación de empleo en la región.

Al correlacional los flujos de efectivo con el indicador IGBC (índice general de la bolsa de valores de Colombia) este arrojó una correlación positiva en un 25,5% y el indicador más influyente para este resultado fue el flujo de efectivo de las inversiones ya

que al incrementarse los precios de las acciones hay un mayor apetito por la compra de los títulos de renta variable.

Otra variable que se analizó fue las tasas de interés de colocación promedio y su relación con los flujos de efectivo, arrojando un dato negativo, concluyendo que el sector solamente toma deuda de acuerdo a las necesidades temporales de recursos sin importar las tasas de interés del momento.

En el sector Industrial, al correlacionar los flujos de efectivo de operación con el producto interno bruto regional arrojó una relación positiva del 56,48% lo que significa que este sector es el que mayor aporta para el crecimiento regional. En cuanto a la relación de los flujos de efectivo con la tasa de desempleo, la correlación ascendió al 10% en forma positiva lo que significa que este sector también es aportante al nivel de empleo de la región en una buena proporción.

Al correlacional los indicadores IGBC y las tasas de interés de colocación con los flujos de efectivo, los resultados fueron positivos en 19% y 23% respectivamente, lo que demuestra que es un sector un poco más “juicioso” frente a los demás, es decir, que las decisiones empresariales se toman de acuerdo a las tendencias que toman algunos indicadores económicos y no de acuerdo a las necesidades del momento como se evidenció en el mismo análisis con el sector comercio.

En el análisis realizado al sector servicios para el mismo periodo de tiempo y al correlacional los flujos de efectivo con el producto interno bruto del departamento de Caldas el dato obtenido fue de - 41% lo que significa que este sector al igual que el comercial no es gran aportante al crecimiento del departamento, caso contrario arrojó la correlación con la tasa de desempleo ya que esta ascendió al 30% esto debido a que es un sector que demanda mucha mano de obra y cuando el sector crece contrata buena cantidad de personas, pero ocurre de igual manera cuando el sector no tiene una buena dinámica deja cesantes muchos puestos de trabajo.

En la relación entre el indicador IGBC y los flujos de efectivo para este sector el resultado fue del 31,5% lo que demuestra que el sector ha dejado de hacer grandes inversiones en su operación y alguna parte de los recursos los han dedicado al mercado de capitales para incrementar su rentabilidad, aunque esta no provenga en su totalidad a partir de la actividad principal que los empresarios del sector ejercen. Esto se evidenció ya que los resultados de rentabilidad en su actividad principal apenas arrojaron un dato positivo en promedio del 3% para el mismo periodo de estudio.

Al correlacional las tasas de interés con los flujos de efectivo se evidenció una correlación negativa del 28,5% demostrando al igual que en el sector servicios, las decisiones de financiación son tomadas de acuerdo a la necesidad de recursos del momento y no a partir de un análisis de las tendencias que tiene las tasas de interés en el mercado.

Otro sector que fue analizado, fue el agropecuario, siendo este de gran importancia para la región. El café es un producto muy significativo para la región y ha sido uno de los grandes contribuyentes para el desarrollo y crecimiento de la misma. Al obtener la correlación entre los flujos de efectivo y el producto interno bruto regional, esta ascendió al 12,5% lo que demuestra que Caldas aún sigue siendo una región agrícola.

Los resultados de la correlación entre los flujos de efectivo y la tasa de desempleo su resultado fue del - 30% demostrando que el sector no es aportante significativo a este indicador, ya que de acuerdo a la operación del sector, este contrata la mano de obra solamente en aquellos periodos de cosecha y que en el tema del café, solamente hay dos recolecciones del grano en el año que corresponde a los meses de mayo y septiembre.

En cuanto a los resultados del indicador IGBC y las tasas de interés de colocación los resultados para el análisis de correlación fueron del 14% y del -25%. Lo que significa que los pocos excedentes que deja el sector se invierten en el mercado de capitales y no en la actividad misma y el reflejo de esto es que durante la década 2000 – 2010 no se incrementaron las hectáreas dedicadas al cultivo del café y la correlación negativa entre los flujos de efectivo y las tasas de interés se refleja en que la demanda de los recursos monetarios del sector se dan de acuerdo a las necesidades del momento y no son el resultado de una planeación estructurada.

Giner (1996), estableció que el resultado de los flujos de caja dependen de la actividad principal a la cual se dedica la empresa y es esta precisamente la que debe

generar las capacidades para la generación de efectivo hacia el futuro ya que esta es la variable fundamental que hace que la empresa subsista. Se hace importante predecir los flujos de caja ya que en aquellas épocas donde la situación económica puede ser difícil, el riesgo de las empresas de incurrir en dificultades es alto lo que las puede llevar a tener problemas financieros. De acuerdo al modelo definido por la autora se realizó una correlación de variables para definir cuál de ellas es la más apropiada para establecer los flujos de caja siendo estas variables: el capital circulante de las operaciones (efectivo de las operaciones o actividad principal), el capital circulante monetario (efectivo total de la empresa) y los flujos de tesorería de la empresa (efectivo producto de los cobros y pagos). Dando como resultado el mejor predictor de flujos de caja el capital circulante de las operaciones.

Gabás (1994), definió que los estados financieros como el estado de resultados y el balance general proporcionan información para que los empresarios puedan tomar decisiones, pero con esta información no basta ya que se necesita de otros indicadores que den información más precisa para que la toma de decisiones sea más acertada y propone que el flujo de tesorería provee de información más certera sobre los flujos de caja de la empresa y es sobre este estado que se basa el estudio para establecer los flujos de caja ya que estos proporcionan la información necesaria para el pago de las obligaciones y la retribución a los accionistas. De acuerdo a los resultados obtenidos la mejor variable para establecer el flujo de caja fue el capital circulante de las operaciones pero para el corto plazo, no se encontró en este estudio un buen indicador para poder determinar flujos de efectivo hacia el largo plazo, pero esto es normal dentro del proceso

ya que los estados financieros en su mayoría proporcionan información de resultado de corto plazo, lo que hace que se dificulte tener indicadores de largo plazo para determinar estos flujos de caja, adicionalmente, los flujos de efectivo son ciertamente resultado del corto plazo y al ser efectivo como tal es un activo de corto plazo dentro del análisis financiero y contable.

También Navarro (2002), el objetivo básico financiero de toda empresa es “la capacidad que tiene para generar dinero hoy y en el futuro” mostrando de esta manera que el efectivo es una variable fundamental para el permanecer y crecer de las empresas.

Dechow, Kothariy, Watts (1998), determinaron a través de una muestra de 1.337 empresas que existe una correlación positiva entre los flujos de operación y los ingresos de las empresas, en la medida que los ingresos son crecientes el flujo de efectivo de las operaciones también lo hace, es decir, presenta una correlación positiva entre las dos variables estudiadas. Las ganancias se determinan a través de un estudio estadístico de regresión lineal, teniendo en cuenta las tendencias históricas de los mismos, al igual que otros estudios este carece del crecimiento económico como base para establecer su relación con los flujos de efectivo de las empresas.

Barth, Cram y Nelson (2001), establecen que los flujos de caja para su cálculo de una forma más acertada, estos se deben desagregar y se debe tener en cuenta el ingreso del capital de trabajo como variable fundamental para poder proyectar los flujos. En su estudio los autores también establecieron que una disminución de las cuentas por pagar a

los proveedores acompañado de un incremento en las cuentas por cobrar y los inventarios, da como resultado flujos de efectivo más altos. Este estudio se centra en el análisis del capital de trabajo como variable fundamental para poder establecer los flujos de efectivo.

Kim y Kross (2005) destacan un estudio muy amplio donde se realiza la relación entre los flujos de efectivo y los precios de las acciones para un periodo de tiempo entre los años 1973 – 2000, donde concluyen que la relación entre estas variables ha venido creciendo a través de los años, es decir, que en los últimos periodos la correlación entre flujos de efectivo y el precio de las acciones en el mercado bursátil ha crecido, lo que permite definir en una mejor medida los futuros flujos de efectivo a partir de las variaciones en los precios de los títulos.

Ismail y Choi (1996), examinan la capacidad relativa de algunos factores económicos en la explicación de las diferencias sistemáticas en las propiedades de series de tiempo de los ingresos frente a los flujos de efectivo. Los factores que se utilizan son: tamaño de la empresa, el nivel de inventario, la intensidad de capital, nivel de competencia, y el tipo de producto (duradero - no duradero). Los resultados confirman que estos factores explican mejor las variaciones del flujo de efectivo de las empresas, es decir, indican un efecto con respecto a todas las variables.

A continuación se presenta una serie de trabajos relacionados con el establecimiento del valor de los flujos de efectivo en los cuales se presenta como variable

principal para la realización de los estudios los datos de los estados financieros como son las ganancias, los inventarios, las cuentas por cobrar entre otros:

Autor(es)	Variables analizadas en el estudio
Ou y Penman (1989)	Relaciones - indicadores contables
Ou (1990)	Relaciones - indicadores contables
Bernard y Noel (1991 – 1992)	Inventarios
Holthausen y Larker (1992)	Relaciones - indicadores contables
Stober (1992)	Relaciones - indicadores contables
Lev y Thiagarajan (1993)	Relaciones - indicadores contables
Stober (1993)	Cuentas por cobrar
Sougiannis (1994)	Inversión
Fairfield (1996)	Desagregación del estado de resultados
Lee (1996)	Relaciones - indicadores contables
Sloan (1996)	Desagregación del estado de resultados y de los flujos de caja
Abarbanell y Bushee	Relaciones - indicadores contables
Joos (1998)	Relaciones - indicadores contables
Setiono y Strong (1998)	Relaciones - indicadores contables
Charitou y Panagiotides (1999)	Relaciones - indicadores contables

Fuente: Revista Española de financiación y contabilidad Vol. 24 No. 78 1994

Otros autores más contemporáneos que han trabajado sobre los flujos de efectivo son:

Anthony y Catanach (2000)	Flujo de caja operativo y riesgo
Defond y Hung (2003)	Estados financieros, ingresos, la inversión en capital y los problemas

	financieros del sector.
Nikkinen y Sahlstrom (2004)	Balance general, estado de resultados y flujos de efectivo históricos
Legoria y Sellers (2005)	Balance general y estado de resultados
Luo (2008)	Flujo de efectivo operativo histórico
Lorek y Willinger (2008)	Flujos de efectivo históricos y balance general
Cheng, Tsai y Liu (2009)	Información sectorial (construcción)
Lorek (2010)	Flujos de efectivo históricos
Atwood, Drake y Myers (2011)	Ingresos y estados de resultados
Rick (2011)	Dividendos y utilidades
Min – Yan y Andreas (2011)	Flujos de caja históricos
Badertscher, Collins y Lys (2012)	Flujos de efectivo operativos históricos
Francis y Eason (2012)	Cuentas por cobrar, inventarios (capital de trabajo)
Lorek (2013)	Estados financieros históricos
Farshadfar y Monem (2013)	Flujo de caja operativo, clientes y proveedores
Baker (2014)	Estadística aplicada a los flujos de efectivo históricos
Wang, Ji, Chen y Song (2014)	Estados financieros, variables macroeconómicas (inflación)

Fuente: elaboración propia, datos extraídos de Science Direct.

5. Marco Teorico

5.1 Marco Antecedentes. El presente marco teórico muestra inicialmente lo que son los flujos de efectivo, cuales son los elementos que los componen, la utilidad de los mismos y se destaca como la liquidez es la variable fundamental que analiza este estado financiero, donde se señala como la liquidez son los recursos que permiten establecer las futuras inversiones, el pago de los dividendos a los accionistas, el pago de las obligaciones con terceros entre otros.

También se muestra en el marco teórico, el crecimiento económico, algunas definiciones, y una introducción a los modelos de crecimiento económico.

Finalmente se muestra la relación existente entre el crecimiento económico y los flujos de efectivo a través del modelo de crecimiento económico de Robert Solow quien demuestra como el crecimiento económico se da por la capacidad productiva que tiene una economía utilizando como principales factores el trabajo y el capital. En la medida que se inyecte más factores de trabajo y capital se genera el crecimiento. Y son los flujos de efectivo determinantes en esta operación, ya que proveen parte de la liquidez al igual que el sistema financiero, para ser el mecanismo de transmisión del incremento de capital que las empresas requieren para poder aumentar el stock de capital que luego generará mayor crecimiento económico.

5.1.1 Flujos de efectivo. Es de real importancia la preparación de ciertos estados financieros para la evaluación y funcionamiento de las organizaciones y el estado de flujo de efectivo es uno de ellos, el cual le provee información al analista financiero para conocer los orígenes y aplicaciones de los recursos financieros dentro de la organización, el cual también se utiliza para pronosticar los fondos futuros del mediano y el largo plazo, a diferencia de la preparación del presupuesto de caja que permite establecer el pronóstico de los recursos a corto plazo (Gitman, 1978). Las finanzas aparte de ser un resultado del corto plazo, también son del largo plazo y la planeación financiera es una herramienta fundamental para este proceso, ya que como lo señala el autor García (1999) las empresas para el cumplimiento del objetivo básico financiero, el cual es un concepto de largo plazo, estas deben permanecer y crecer. Es por esto que el estado de flujo de efectivo es herramienta fundamental para la toma de decisiones del largo plazo al interior de las organizaciones.

El estado de flujo de efectivo es una de las piezas más importantes que se pueden obtener a partir de los estados financieros (estado de balance general y estado de resultados) ya que este proporciona información sobre las entradas y salidas de efectivo reales que se dan en la organización durante un periodo de tiempo determinado, este estado se deriva a partir de la ecuación contable fundamental el cual determina que el valor de los activos es igual al valor de los pasivos más el valor del capital contable, por lo tanto, el flujo de efectivo derivado de los activos de la empresa debe ser igual a la suma del flujo de efectivo de los acreedores más el flujo de efectivo de los accionistas. El

flujo de efectivo también se puede mostrar a partir de la actividad principal (flujo de efectivo de las operaciones), a partir de las actividades de financiación con terceros y accionistas (flujo de efectivo de la financiación) y a partir de las inversiones que se dedican a otras actividades alternas (flujo de efectivo de las inversiones). Ross, Westerfield and Jordán. (1997).

Para Weston y Copeland, (1995) La comisión de principios de contabilidad financiera formuló la necesidad de construir un estado financiero que mejorara la información arrojada por los estados financieros básicos como son el balance general y el estado de resultados, este estado se denominó estado de flujos de efectivo, el cual fue de obligatoria presentación para las empresas a partir del año 1987. Los flujos de efectivo se presentan en tres categorías que son el flujo de efectivo de las actividades de operación, de las actividades de inversión y de las actividades de financiación. Esta adopción se realizó ya que es de vital importancia para los empresarios determinar si la actividad principal a la cual se dedica la empresa está generando efectivo o de forma contraria se hace necesario realizarle una inyección de recursos para que la empresa pueda operar normalmente sin contratiempos. La suma de los tres flujos de efectivo mencionados anteriormente, dan como resultado el estado de flujo de efectivo el cual muestra la variación que ha presentado dicha cuenta de un periodo contable a otro. Los principales rubros que generan efectivo a partir de la actividad principal en la empresa son las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar a los proveedores y los inventarios, lo cual se le conoce como capital de trabajo.

El autor Brigham (1994) el flujo de efectivo es: “un documento que presenta el impacto que tienen las actividades operativas, de inversión, y de financiamiento de una empresa sobre sus flujos de efectivo a largo plazo de un periodo contable” ayudando este estado a resolver inquietudes que se pueden generar a los administradores de la empresa como: ¿se está generando el efectivo suficiente para adquirir nuevos activos fijos? ¿Se hace necesario adquirir nuevas deudas para financiar las operaciones de la empresa? ¿Se cuenta con excedentes de efectivo para destinarlos al pago de deudas, dividendos o hacer otras inversiones?

El autor dentro de su definición señala algo importante que es el impacto que tiene las actividades en los flujos de efectivo futuros al largo plazo, esto lo que quiere decir es que dependiendo la capacidad que tiene la empresa de generar efectivo presente, este determina la generación de efectivo futura en el largo plazo, el autor no se contradice con la mayoría de autores que han tratado de estimar los flujos de efectivo futuros ya que sus estudios se basan en la capacidad de generación de efectivo actual.

Los autores Wild, Subramanyam y Halsey, (2007) presentan el estado de flujo de efectivo como la información “que muestra las entradas y salidas de efectivo durante un periodo de tiempo” mostrando la relevancia de este estado en cuanto a que el efectivo es el activo que representa mayor liquidez y muestra el principio y el fin del ciclo de operación de una empresa. Es importante realizar el estudio del efectivo al interior de las organizaciones ya que es este rubro quien paga los dividendos, las deudas, sustituye los activos fijos, amplía las instalaciones, paga a los proveedores, a los empleados y al

estado. Por lo tanto el análisis de entrada y salidas de dinero es uno de los ejercicios de “investigación más importantes” ya que este estado ayuda a evaluar la liquidez, la solvencia y la flexibilidad financiera, entendiéndose por liquidez “la cercanía al efectivo de los activos y de los pasivos”, la solvencia “la capacidad de pagar las deudas cuando estas llegan a su vencimiento” y por flexibilidad financiera “la capacidad de reaccionar y ajustarse a las oportunidades y a las adversidades”.

Al igual que otros autores señalan que los flujos de efectivo se deben presentar en varios informes de acuerdo a la actividad que realiza el efectivo, estas actividades son la operación, la financiación y la inversión. En las actividades de operación, se relacionan las utilidades de la empresa producto de los gastos y los ingresos que están representados en el estado de resultados. También muestra las entradas y salidas de dinero producto de la operación y de la relación con clientes y proveedores. También este estado contiene datos del balance general que se relacionan con la actividad principal como son los inventarios, los dineros depositados en el banco, los proveedores, entre otros. En las actividades de inversión, se muestran los medios para adquirir y vender activos fijos, las inversiones en valores o en bolsa de valores u otros activos financieros. En las actividades de financiación, se muestran los medios para aportar, retirar y pagar fondos, como también la financiación de la empresa de acuerdo a la fuente de sus recursos.

Para el autor Ortiz (2004) el flujo de efectivo “es la reconstrucción del movimiento de efectivo, en cuanto a entradas, salidas y saldo final del periodo.” Se permite observar en el flujo de efectivo la procedencia del efectivo y cuál fue la

utilización de dicho rubro durante un periodo de tiempo determinado. El autor critica dicho estado en la medida que no proporciona la información suficiente cuando el análisis se realiza para largos periodos de tiempo como por ejemplo a un año.

García (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”.

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.

Para el autor Gaitán (2009) el flujo de efectivo es “el estado financiero básico que muestra el neto del efectivo al final de un periodo, mediante discriminación del efectivo

recibido y pagado o utilizado dentro de una administración financiera y operativa”. También señala el autor que es importante distinguir cada una de las divisiones que presentan los flujos de efectivo en su parte operativa, de inversión y financiación, ya que este permite un mejor análisis de la información para la toma de decisiones por parte de la gerencia de la organización.

El objetivo de construir el estado de flujo de efectivo es poder explicar los movimientos del dinero provenientes tanto de la actividad principal como de otras actividades alternas, como son la financiación y la inversión.

El flujo de efectivo de operaciones o de explotación, muestra el efectivo recibido y pagado a partir de las operaciones del “objeto social de la empresa”. El flujo de efectivo de las inversiones, “son los pagos que tiene su origen en la adquisición de activos no corrientes, tales como propiedad planta y equipo, inversiones financieras e inversiones inmobiliarias”. El flujo de efectivo de la financiación, “comprende los cobros procedentes de la adquisición por terceros de títulos valores emitidos por la empresas o de recursos concebidos por entidades financieras o terceros en forma de préstamos u otros instrumentos de deuda”. Es importante tener en cuenta que el autor señala que en el flujo de efectivo de las inversiones se deben incluir las inversiones en planta y equipo, pero este tipo de inversiones son aquellas que no están destinadas para ejercer la actividad principal del negocio, ya que si se da de forma contraria, estas inversiones hacen parte del flujo de efectivo de las operaciones.

Los flujos de efectivo se dividen en tres: flujo de efectivo 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 Efectivo 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 efectivo de las operaciones, es el flujo generado por en el giro normal del negocio sin incluir otros ingresos u otros egresos.

El Flujo de Efectivo 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 Efectivo 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.

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

5.1.2.1 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.

5.1.2.2 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.

5.1.2.3 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.

5.1.2.4 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 periódico² - 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.

²Para 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.

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 (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 fondos, 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.

5.1.2.5 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 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:

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

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

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

5.1.3.2 Pago de los impuestos. De la actividad 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:

5.1.3.2.1 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).

5.1.3.2.2 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).

5.1.3.2.3. 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.

5.1.3.3 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.

5.1.3.4 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.

5.1.4 Estado de fuentes y aplicación de fondos (EFAF). El EFAF se compone principalmente de fuentes de fondos y aplicaciones de fondos, entendiéndose por esto lo siguiente:

5.1.4.1 Fuente. García (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.

5.1.4.2 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.

Para la elaboración de los flujos de efectivo como se mencionó anteriormente estos parten de estado de fuentes y aplicación de fondos para su elaboración se debe realizar los siguientes pasos:

a. Se debe disponer de dos balances generales consecutivos para poder realizar la variación que presenta cada cuenta contable dentro del estado financiero y del estado de resultados del periodo a analizar.

b. Se calcula la variación que ha presentado cada cuenta contable dentro del estado de balance general, identificando si esta variación ha representado un incremento o una disminución en la cuenta contable, de acuerdo a estas variaciones se presentan las fuentes y los usos o aplicaciones, entendiéndose por fuente de recursos una entrada de dinero y por uso o aplicación una salida de dinero (efectivo). Cuando se presentan estas variaciones en el estado de balance general se debe tener en cuenta lo siguiente: Cuando un activo aumenta se genera un uso o aplicación de los recursos monetarios, en otras palabras, representa una salida de efectivo, cuando una cuenta del activo disminuye se genera una fuente o entrada de recursos. De forma contraria, cuando una cuenta del pasivo o del patrimonio aumenta se genera una fuente de recursos y cuando una de estas cuentas disminuye se genera un uso o aplicación de los recursos monetarios. De esta forma se obtiene la primera aproximación al EFAF, donde la sumatoria de las fuentes debe ser igual a la suma de las aplicaciones o usos.

c. Se realiza el refinamiento a algunas cuentas contables, que de acuerdo a recomendación propia este se debe realizar a aquellas cuentas que presentan información en el estado de resultados como son las utilidades, los intereses de la deuda y el impuesto a la renta y complementarios. Para realizar dichos refinamientos o ampliación de la información de las cuentas contables se debe proceder de la siguiente manera: primero se obtiene el saldo inicial de la cuenta, luego se le suma a este dato el valor de la generación del saldo, para luego restarle el pago o salida de dinero de dicha cuenta, para obtener el saldo final de la cuenta. La generación de saldo siempre será una fuente de recursos y lo pagado será una salida de recursos.

d. Se calcula la generación interna de fondos, siendo este valor los recursos que generó la empresa a partir de su actividad principal y otras actividades como las de financiación o por otros ingresos que se generaron de forma esporádica. Este dato es fundamental para el empresario, ya que le suministra información para el pago de los dividendos que podría realizar durante el periodo de análisis.

e. Se construye el estado de fuentes y aplicación de fondos (EFAF) mostrando las entradas de dinero del corto plazo y largo plazo así como las salidas del corto y largo plazo. En este estado las sumatoria de las fuentes, debe ser igual a la suma de las aplicaciones.

f. Se determina el principio de conformidad financiera el cual muestra si la empresa tiene un buen nivel o no de liquidez, para determinar este principio se debe cumplir que el total de fuentes de corto plazo debe suplir todas las necesidades de efectivo del corto plazo, de igual forma todas las fuentes de largo plazo debe suplir las aplicaciones o usos de largo plazo. En la medida que este principio de cumpla la empresa tendrá un buen manejo del dinero lo que se traduce en una buena liquidez.

g. Se construyen los flujos de efectivo de operación, inversión y financiación, los cuales al ser sumados dan como resultado el flujo de efectivo total. Para la elaboración de cada uno de ellos se realiza el siguiente proceso:

Elaboración del estado de flujo de efectivo de las operaciones: Se parte de la generación interna de fondos (GIF), a este valor se le suma o se le resta la variación en el capital de trabajo operativo, el cual está representado por la variación en la cuenta de bancos, cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar a los proveedores, esta diferencia o suma da como resultado el efectivo generado en las operaciones, el cual se define como, la capacidad que tiene la empresa de generar efectivo a partir de su actividad principal, dato que a criterio del investigador es el más importante para determinar la liquidez del negocio. Luego a este valor se le resta o suma la variación en el activo fijo operativo (AFO), el cual es el resultado de la adquisición o venta de los activos fijos que se destinan para el desarrollo de la actividad principal. El resultado

arrojado se le denomina flujo de efectivo de las operaciones bruto, luego a este valor se le suma o se le resta otros rubros que se destinan para el desarrollo de la actividad principal, como son las actividades laborales, para así obtener el flujo de efectivo de las operaciones.

Elaboración del flujo de efectivo de las inversiones: Se lleva a este flujo todos los rubros que se destinaron a la inversión diferente a la actividad principal como lo son las inversiones en títulos CDT, pagarés, bonos, acciones, divisas, y otros que representen salida o entrada de dinero y que sean generadores de renta por actividades alternas.

Elaboración del flujo de efectivo de financiación: Se tiene en cuenta para la elaboración de este flujo las entradas y salidas de efectivo producto de la financiación con terceros y con dueños o accionistas. Los terceros para el caso de los flujos de efectivo son los créditos que se contratan con el sistema financiero en general y el pago de dichas obligaciones al mismo sistema.

5.1.5 Crecimiento económico. Para el autor Dornbusch (1994) el producto interno bruto (PIB) “es el valor de todos los bienes y servicios finales producidos por un país en un determinado periodo”. En la medida que una economía produce, viviendas, discos, vehículos, maquinaria, prendas de vestir, presta servicios de peluquería, salud, educación, etc. La suma de todos estos productos y servicios valorados en unidades monetarias, da como resultado el PIB. Para cuantificar el PIB, se debe tener en cuenta el valor final del producto, es decir, contiene la suma de todos los elementos necesarios que se utilizaron para obtener el producto en sí. El PIB se puede analizar y presentar de dos formas, en términos nominales y reales, en términos nominales significa que el valor de

la producción está dado a precios del periodo, es decir, no tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo, que para el caso específico es la inflación. Cuando el PIB se valora en términos reales “se mide las variaciones que experimenta la producción física de la economía entre periodos diferentes valorando todos los bienes producidos en los dos periodos a los mismos precios” es decir, incluye la variable inflación.

El PIB depende de variables como el consumo, las inversiones y el sector externo principalmente, es decir, que de acuerdo al resultado o desempeño de estas variables depende el incremento o decremento del PIB.

El consumo, está compuesto principalmente por la demanda de bienes y servicios por parte de las economías domésticas las cuales adquieren toda clase de productos y servicios como alimentos, educación, servicios públicos, transporte, vivienda, etc. Este consumo se da de acuerdo a la capacidad que tienen los habitantes de un país para adquirir dichos bienes y servicios, esta capacidad se determina principalmente por el ingreso de las familias y el nivel de inflación de las economías.

El consumo también lo compone las compras por parte del estado el cual realiza desembolso de dineros por concepto de defensa nacional, construcción de vías, los salarios de los funcionarios públicos entre otros. A esta variable se le denomina gasto público.

La inversión se puede definir como “el incremento de la capacidad de la economía para producir en el futuro” Fisher (1994). Esta inversión es fundamental, ya que es la que genera los recursos para el futuro y las empresas también realizan inversiones para el incremento de sus ingresos hacia el largo plazo.

Este rubro es fundamental dentro de las economías, ya que es la principal variable que garantiza el crecimiento económico hacia el largo plazo, el consumo aporta al crecimiento del PIB pero solamente en el corto plazo ya que este tipo de gasto no produce rendimientos o lo que comúnmente conocemos como rentabilidad, mientras que la inversión es la garantía para el logro de ingresos hacia el largo plazo por parte de las economías.

Las exportaciones netas, las cuales son el resultado de las exportaciones menos las importaciones, son también una variable fundamental para incrementar el valor del PIB, en la medida que los bienes y servicios que sean producidos al interior de la economía y sean consumidos en otros países, esto aumenta la producción interna, la cual hace que los ingresos para la economía aumenten.

Solow presenta un modelo básico inicial, donde indica que el PIB es igual a un parámetro de productividad multiplicado por la cantidad de capital y número de trabajadores que hay en la economía. Y en la medida que el capital aumente con un nivel de trabajadores constante, se obtendrá como resultado un incremento en el PIB. El modelo demuestra como en aquellas economías donde hay un buen nivel de ahorro e

inversión el PIB crece en una mayor proporción que en aquellas economías donde el nivel de inversión es muy bajo.

Entre Algunos de los modelos de crecimiento Económico encontramos el modelo de Roy Harrod enfocado en un crecimiento de largo plazo, pero todo esto dentro de un equilibrio que pueda traducirse en un desarrollo real en la población. Para Harrod su teoría se centra en la relación que existe entre el principio de aceleración y la teoría del multiplicador dejando clara su posición keynesiana. Dentro de su modelo afirma que cuando un país pasa por procesos de inestabilidad en su crecimiento económico esto puede deberse a las intervenciones que realiza el estado con instrumentos monetarios y presupuestarios intentando así estabilizar la economía, estas afirmaciones se han tenido en cuenta en diferentes teorías donde, se afirma que las intervenciones del estado no tienen efectos positivos sobre el crecimiento de la económica por todos los intereses particulares que se tienen alrededor, paralelo a esto se afirma que el estado es el único capaz de regular la economía.

En el modelo de crecimiento de Harrod se plantea una economía que no tenga relación con el exterior, es decir, las económicas deben crecer internamente fortaleciendo su economía. Londoño y Pimiento (1997), varios son los planteamientos que se dan en torno a este modelo de crecimiento económico, otro de ellos es como la tasa de crecimiento de ingreso de los individuos es un factor importante en la demanda de ahorros, mientras más alta sea la tasa de crecimiento del ingreso mayor será la tendencia hacia el ahorro.

Para explicar el principio del acelerador Harrod el autor Antunez (2009) afirma que la sociedad posee una función con coeficientes fijos los cuales serán capital y trabajo, siendo esto suficientes y permanentes a pesar de la variación que puedan tener los otros factores de producción de la economía planteada. Harrod entre sus planteamientos importantes consideraba que hay una tasa de crecimiento dada y es llamada tasa natural de crecimiento la cual depende del incremento de la población.

Otro modelo de crecimiento fue el que planteo Domar afirmando que la inversión posee un doble rol, por un lado Genera demanda efectiva, es decir, la producción tiende ajustarse a la demanda real del consumidor, permitiendo un pleno uso de la capacidad productiva y por otro crea capacidad productiva. Dentro de su modelo plantea una economía que no posea relación con el exterior, como también lo planteo Harrod, para que una país puede desarrollarse sin relaciones exteriores, requiere de capital, recursos y conocimientos externos para lograr un crecimiento sostenido Antunez (2009).

El modelo de crecimiento que plantea Uzawa (1961) también describe una economía capitalista cerrada, la economía capitalista considera que el capital y los rendimientos de este son suficiente incentivo para que se desarrollen las sociedades. El modelo plantea una económica que consta de dos sectores que producen dos bienes utilizando trabajo y capital, es decir, bienes de consumo y bienes de capital. Uzawa argumenta que este tipo de mercados de bienes y factores son de competencia perfecta, es decir, existe libre movimiento de la mano de obra y el capital a través de los sectores, los

capitalistas gastan su ingreso comprando bienes de capital y los trabajadores lo hacen solo en bienes de consumo.

Antunez, (2009) muestra otro modelo de crecimiento relevante, el cual es planteado por Kaldor, en su teoría, afirma que la tasa de crecimiento de una economía tiene una relación positiva con el sector manufacturero, considerándose así el motor del crecimiento. Kaldor se enfocó de igual forma en el papel del ahorro en la economía exponiendo que la tasa de beneficio que posee una sociedad depende de la propensión al ahorro que se tenga respecto de acuerdo al nivel renta.

El modelo de crecimiento planteado por Kaldor defendió la teoría que decía que aquellas regiones pertenecientes a un país donde prevalece el libre movimiento de los factores productivos, las restricciones a nivel de demanda tienden a frenar la expansión económica. El problema del crecimiento se relaciona en gran medida con el suministro eficiente de un conjunto bastante amplio de bienes públicos, es decir, en este modelo de crecimiento la principal dificultad para el desarrollo de una región no son los pocos incentivos por el contrario la escasez de recursos.

Modelos de crecimiento como el de Kaldor intentan dar explicación a las diferencias en los ciclos económicos de un país. Los ciclos económicos se definen como aumentos y descensos, es decir, fluctuaciones que se presentan de forma recurrente en la actividad económica global, dentro de un periodo determinado. Las fases de los ciclos no

se presentan de la misma forma ya que su intensidad, duración o comportamiento varían y puede tener fases ascendentes y descendentes.

Al interior de las empresas se presentan ciclos económicos los cuales pueden ocurrir en el momento de la adquisición de sus mercancías y el proceso de transformación en dinero. Las operaciones que se realizan si es una empresa comercial son la adquisición o compra de las mercancías pagadas al contado o a crédito, si es una empresa de transformación, la adquisición o compra de materia prima para su transformación. Otro ciclo es la liquidación de la deuda, si la operación realizada fue a crédito.

Kaldor en su modelo de crecimiento económico, plantea que la tasa de crecimiento de una economía se logra relacionar en gran medida con la correspondiente a su sector manufacturero y se logra considerar el motor de crecimiento. (Ríos & Sierra, 2005) Esto se asocia con el efecto del sector industrial, debido a las altas elasticidades ingreso de la demanda de las manufacturas; a los fuertes encadenamientos de las actividades industriales y a las economías de aprendizaje que pueden obtenerse a medida que avanza la división del trabajo y se fortalece la especialización como resultado de la expansión de las actividades manufactureras.

Antunez (2009) muestra el modelo de Pasinetti, quien en su modelo realiza correcciones y agrega nuevos elementos al modelo de Kaldon. En su modelo plantea que el ahorro proveniente de los trabajadores genera un interés del cual los mismos trabajadores obtienen un beneficio. El ahorro y el beneficio recibido por la sociedad,

proviene de ambas clases sociales. Pasinetti plantea una economía capitalista, esto se debe a que en el largo plazo es donde los trabajadores logran ahorrar, a diferencia del modelo de Kaldor en el que se presentaba un caso extremo en que los trabajadores no ahorran y así la tasa de crecimiento del producto interno bruto dependerá de la tasa de beneficio que está en función de la propensión marginal a ahorrar de los capitalistas.

Kalecki, plantea una economía capitalista cerrada que cuenta con tres sectores, el primer sector se encargaría de producir aquellos bienes destinados a la inversión, el segundo sector produciría bienes de lujo, y por último el tercer sector se encargaría de producir bienes de subsistencia. En la económica del modelo de Kalecki se planteaba la existencia de dos clases: trabajadores y capitalistas, por un lado los capitalistas ahorran una proporción de su beneficio y por otro los trabajadores no tienen propensión al ahorro por lo tanto destinan todo su ingreso al consumo, es decir, según el autor, los trabajadores gastan lo que reciben de ganancia y el capitalista gana lo que gasta Antunez (2009).

En el sistema económico planteado por Kalecki el movimiento de recursos entre los sectores se da de la siguiente forma, en la medida que aumenta la demanda por bienes de inversión, aumenta también el ahorro proveniente de este sector. Si la producción de los bienes de subsistencia no aumenta, esto hará que los precios en ese sector tiendan a aumentar y paralelo a esto los salarios disminuirán, niveles de ganancias mayores en el sector hará que aumente el ahorro, consecuencia de esto los trabajadores demandarán sueldos mayores.

En su modelo Hicks es puntual sobre partir de una economía capitalista, argumentando como la variación en los precios de los factores generara un progreso tecnológico, Según Hicks cuando uno de los factores de producción escasean su precio aumenta debido a su escases esto estimulará la investigación de nuevas tecnologías que logren suplan la necesidad de ese factor Antunez (2009).

En el modelo de crecimiento planteado seguidamente la producción a largo plazo se determina por sus mismas variables, en vez que por una tasa exógena. Por esta razón este modelo se conoce como modelo de crecimiento endógeno, la producción crece conforme crece la población, ya que a un mayor número de personas, aumenta el volumen de producción y de stock de conocimiento ya que entre más sea el número de gente, habrá más gente investigando y logrando avances.

El modelo de Arrow es llamado también modelo de aprendizaje, el planteamiento principal Antunez (2009), dice que el crecimiento sucede endógenamente debido a la relación entre trabajo, aprendizaje, experiencia, productividad y producción, según el autor, el tiempo que toma producir un bien será el inverso a la cantidad de producción de dicho bien, es decir, entre más grande sea la producción de un bien.

Según este modelo el crecimiento económico depende del aumento de la productividad del trabajo, el cual depende del aprendizaje que posean los trabajadores, la cual a su vez depende de la experiencia de los trabajadores, y la cantidad producida depende se verá afectada positivamente, es decir, cuando aumenta la cantidad producida

acompañada de una disminución del tiempo de producción del bien, esto muestra que hay un aumento de la experiencia, lo que aumenta el aprendizaje de los trabajadores, aumentando así la productividad que finalmente se traduce en mayor crecimiento.

Este modelo de crecimiento posee similitudes con la economía planteada por Solow sin embargo poseen diferencias marcadas, en este modelo el ahorro no es constante y exógeno sino que depende de un comportamiento maximizador de las economías domésticas y de las empresas.

Según el siguiente modelo, existen dos sectores, el primero serían las empresas que contratan capital y trabajo y los hogares que consume el producto de las empresas y además ahorran. Una de las diferencias que existe entre el modelo de crecimiento Solow y la el Modelo de Ramsey-Cass-Koopmans es que en este último no es posible una senda de crecimiento sostenido. En el modelo que plantea Solow por medio del ahorro se puede obtener un estado estacionario que permite elevar el nivel de consumo, mientras que en el de Ramsey-Cass-Koopmans, el ahorro ya no es exógeno y constante y depende de una función maximizadora de algunos hogares Antunez (2009), Si no se tiene una dirección donde se logre alcanzar un mayor de nivel de consumo no se puede llegar al equilibrio ya que los hogares reducirán su nivel de ahorro para consumir más.

Por su parte el supuesto base del modelo Shapiro - Stiglitz dice que las empresas no pueden prestarle total atención a sus trabajadores por lo tanto deben incentivar a que estos realicen sus actividades de la mejor forma, es decir la empresa debe pagar un salario

lo suficientemente alto como para que estos no decidan realizar esfuerzo alguno lo que detendría la producción.

Cuando este modelo se encuentra en equilibrio, existe desempleo, la población desempleada prefiere trabajar al salario actual antes que continuar desocupados las empresas al tener en cuenta esta información, decidirán contratar a más trabajadores con un sueldo más barato. Los empleados al obtener un sueldo más bajo terminan perdiendo el tiempo por lo que la producción disminuye haciendo que la empresa evite disminuir el salario y el empleo permanece estable.

Se puede concluir que, los modelos de crecimiento económico se utilizan de forma constante en la cotidianidad económica y se relacionan de forma importante con los problemas que ocurren directamente en las economías regionales y al interior de las empresas, esta relación se evidencia en modelos como el de Harrod –Domar, donde se amplían las ideas de Keynes por medio de la macroeconomía dinámica. La macroeconomía plantea que una economía equilibrada y que posea un buen funcionamiento, busca dar cumplimiento a ciertos objetivos los cuales apuntarán a generar un nivel elevado y rápido crecimiento de la producción, esto se logra por medio de la mejora en la productividad y crecimiento de las empresas regionales logrando aumentar los ingresos y la cantidad de bienes y servicios necesarios Rios y Sierra (2005). Sabemos que el crecimiento económico en un país se mide por medio del comportamiento de la producción nacional, observamos como las empresas logran generar un impacto en el crecimiento del PIB y esto se da principalmente por el

fortalecimiento interno que posean, la productividad y la situación de los flujos de efectivo.

El objetivo principal es tener un crecimiento sostenido a largo plazo del PIB real y que esto se pueda traducir en una mejoría de los niveles de vida de la población y se logre un real crecimiento de los sectores productivos de la región. Para la macroeconomía es fundamental mantener una baja tasa de desempleo, esto se debe a que el nivel de empleo es la variable macroeconómica que afecta de forma más directa a los individuos en una economía por medio de los salarios y buenas o malas condiciones de trabajo. Otro objetivo importante es mantener una estabilidad de los precios, esto es fundamental porque niveles de precios altos hacen que se distorsionen las decisiones económicas de las empresas e individuos, y no se logra una asignación eficiente de los recursos.

5.1.5.1 Relación entre el crecimiento económico y los flujos de efectivo: Como se mostró en los antecedentes del presente trabajo, los diferentes autores han trabajado en el establecimiento de los flujos de efectivo futuros de las empresas basados en la información interna de las mismas, es decir, haciendo uso de elementos bases de los estados financieros como son los ingresos, el capital de trabajo, las inversiones, entre otros, adicionalmente algunos autores determina los flujos de efectivo futuros haciendo uso de los precios de las acciones en el mercado bursátil, estableciendo una relación entre precios e ingresos.

A la fecha y en la búsqueda realizada en las diferentes bases de datos y literatura no se encuentra entre los autores una predicción de los flujos de efectivo a partir de la variación futura que se pueda presentar en el crecimiento económico de un país o región en particular. Es en este punto es donde encuentro un vacío teórico el cual pretendo encontrar la relación entre las variables crecimiento económico y flujos de efectivo y a partir de esta poder establecer un sistema que pueda predecir los flujos de efectivo futuros a partir de las variaciones del crecimiento económico.

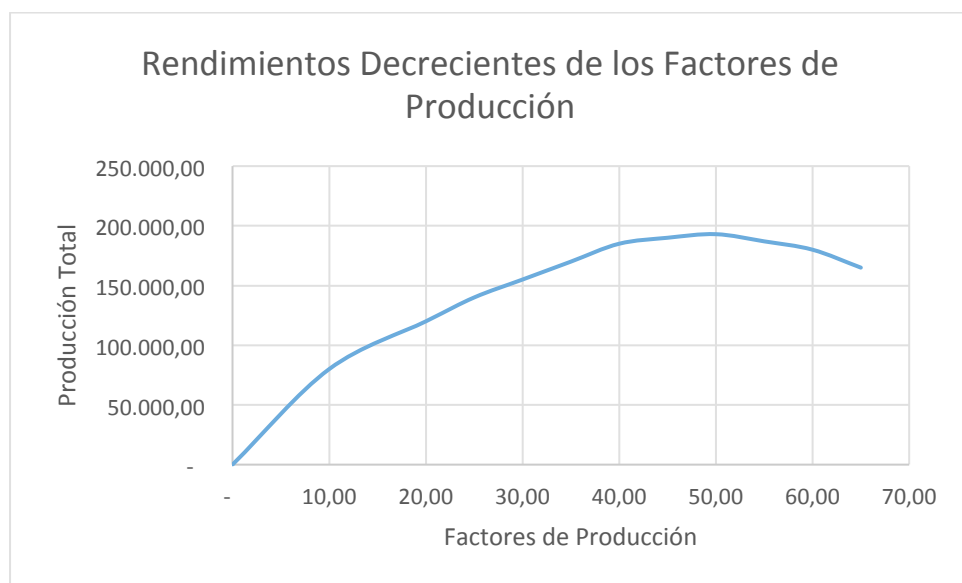
El objeto de la investigación no se centra en establecer o predecir el PIB futuro, ya que firmas como Bancolombia y entidades como el Banco Mundial, Banco de la República, Departamento Nacional de Estadística (DANE), ya han realizado dicho trabajo y tienen proyecciones del PIB para los próximos años en Colombia. Lo que se pretende es establecer como los autores señalados en el presente documento, predecir los flujos de efectivo futuros a partir de la relación entre el crecimiento económico y los mismos flujos.

Lo anterior determina que la probabilidad que el crecimiento económico tenga una incidencia razonable en los flujos de efectivo de las empresas es alto, por tal motivo es importante determinar inicialmente la correlación entre estas dos variables para luego poder determinar el grado de incidencia que pueda tener la variable independiente (crecimiento económico) en las variable dependiente (flujos de efectivo).

Para determinar la relación teórica existente entre el crecimiento económico y los flujos de efectivo se partió del modelo de Robert Solow quien en el año 1956 publicó su

modelo para explicar el crecimiento económico de un país. Solow parte del modelo de Harrod introduciéndole a este la ley de los rendimientos decrecientes de los factores de producción la cual el autor Avila (2004) la define como: “dadas las técnicas de producción, si a una unidad fija de un factor de producción se van añadiendo unidades adicionales del factor variable, la producción total tenderá a aumentar a un ritmo acelerado en una primera fase, a un ritmo más lento después, hasta llegar a un punto de máxima producción: de ahí en adelante la producción tenderá a reducirse”. Esta ley opera bajo los siguientes supuestos: primero las técnicas de producción deben ser contantes y segundo, se deben mantener fijas las unidades de ciertos factores de producción, mientras que otros pocos factores pueden variar. Esta ley se puede entender mediante el siguiente gráfico:

Figura 1. Rendimientos decrecientes de los factores de producción.



Fuente: Elaboración propia con base en introducción a la economía Avila (2004).

En el grafico anterior se puede observar como en la medida que se genere un incremento en los factores de producción, la producción total va aumentando, pero en la medida que se incrementen más unidades de producción, el rendimiento de la producción total ya no se incrementa en la misma proporción, hasta que estos rendimientos comienzan a ser menores.

Para dar una explicación al modelo de crecimiento de Solow, algunos aspectos introductorios al crecimiento son importantes tener en cuenta. El crecimiento económico se mide a partir de la variación que ha presentado el PIB de un periodo frente al otro según la siguiente expresión:

$$\text{Variación PIB} : \frac{(PIB_{t+1} - PIB_t)}{PIB_t}$$

El crecimiento económico presenta dos conceptos fundamentales para su razonamiento que son la convergencia y la divergencia, entendiéndose por convergencia el logro de una tasa de crecimiento sostenible en el largo plazo, la convergencia hace que un país alcance el PIB per cápita de otro país en el largo plazo donde hay uno más rico que otro.

En la divergencia económica aunque las tasas de crecimiento económico en dos países pueden ser similares, el PIB per cápita de un país rico frente a uno pobre va a ser muy diferentes.

Otro aspecto a tener en cuenta en el crecimiento económico es la regla del 70, la cual permite establecer cuanto es el tiempo en que demoraría un país en lograr duplicar

su PIB per cápita, teniendo en cuenta que esta regla solo opera para aquellos países que crecen a una tasa lo más constante posible, el cálculo para determinar la regla del 70 se obtiene así:

$$\text{De donde: } T = \frac{\ln(2)}{g}$$

Siendo T el tiempo y g la tasa de crecimiento económico de un país.

Los determinantes del crecimiento económico de un país están dado por los factores de producción (tierra, capital y trabajo) y del rendimiento que estos generen se les conoce como productividad total de los factores PTF.

El capital y el trabajo son las principales variables utilizadas para explicar el crecimiento económico por parte del autor Solow y en la medida que exista una buena combinación eficiente de los factores se genera una tecnología disponible la cual es la base para el apalancamiento del crecimiento económico.

En la medida que se inyecte a la economía mayor tecnología, es decir, mayor dotación de capital por trabajador, esto repercute en un incremento de la productividad por trabajador, lo que repercute en un crecimiento económico, por lo tanto para el logro de este crecimiento debe generarse en la economía de un país un cambio tecnológico que conlleve al incremento de la productividad.

Otro determinante del crecimiento es el ahorro que se pueda generar en el país, ya que este es el recurso que se utilizará para poder realizar las inversiones necesarias y así

incrementar la tecnología y por ende la productividad. Pero este ahorro no es el único factor determinante para que se dé el crecimiento, es fundamental, que este ahorro esté acompañado de la investigación y el desarrollo I + D, se hace necesario realizar inversiones en investigación que mejoren los procesos productivos de las empresas creando eficiencias que conlleven a una mayor productividad. De igual manera el desarrollo conlleva a un incremento de la productividad, como por ejemplo contar con personal más capacitado que pueda hacer las cosas de una manera más eficiente.

La función de la producción de la economía está dada por la función del capital y del trabajo, es decir, una combinación de factores productivos que conllevan a obtener la

$$Q = f(K, L)$$

De donde, Q es la producción total, K el capital y L el trabajo.

Esta función fue explicada por los autores Cobb – Douglas (1928), quienes con su modelo de función de la producción demostraron que la producción está dada por una combinación determinada de factores (K y L) con el objeto de establecer en el cual de los dos factores es intensiva una empresa. Y la función está dada por:

$$Q = A K^{\alpha} L^{\beta}$$

De donde α y β son las unidades adicionales de capital y trabajo que se incorporan para incrementar la productividad. En la medida que la sumatoria de unidades adicionales de capital y de trabajo sean igual a uno, quiere decir que la productividad de la empresa se incrementará en una unidad. También si la combinación de factores adicionada es mayor a uno, la productividad de la empresa, crecerá en una mayor proporción. Pero

cuando esta relación es menor a uno, el incremento en la productividad crecerá en una menor proporción. (Rendimientos decrecientes de la producción). Y A es la productividad total de los factores. En la medida que A , K y L sean constantes, la producción (Q) será también de forma constante, lo que se traduce en que no se generará crecimiento económico, por lo tanto, el reto de las economías será incrementar las unidades adicionales de capital y de trabajo necesarias para poder incrementar de esta forma la productividad.

Aunque la función de productividad está dada por los factores de capital y de trabajo, esta no explica el origen del incremento de estos factores, es por esto, que algunos autores explican a través de diferentes modelos el crecimiento económico.

5.1.5.2 Explicación al modelo de Solow: El modelo de Solow parte de los siguientes supuestos:

- Existe una tasa de crecimiento de la población la cual es positiva, constante y exógena y adicionalmente, una proporción fija de la población está en edad para trabajar.
- No hay sector gobierno.
- El ahorro agregado es una proporción del ingreso nacional.
- No hay sector externo (no hay movimientos internacionales de capital, lo que quiere decir, que hay una garantía de que todo el ahorro de las familias y empresas es movilizadado hacia la inversión interna).
- La producción es igual al consumo más la inversión. $Y_t = C_t + I_t$

- Hay rendimientos constantes a escala cuando los factores (capital y trabajo) se incrementan en un factor o tasa constante.

La función de producción de Solow parte de la función neoclásica de Cobb – Douglas de grado uno, la cual presenta rendimientos decrecientes positivos de cada factor de producción, siendo los factores de producción: L trabajo, K capital y A tecnología o conocimiento, donde la tecnología se refiere a una combinación adecuada de capital y trabajo para que esta variable (A) se eficiente, por lo tanto:

$$C + I = f(K, L, A)$$

$$\text{Si } Y = C + I$$

se tiene $Y - C = I$ donde $(Y - C)$ es el ahorro (S)

Siendo el S, el factor determinante para la inversión en una economía, donde S siempre será menor a uno y mayor a cero.

El modelo de Solow parte de la ecuación fundamental donde la producción es igual a la suma del consumo y la inversión:

$$\text{Ecuación 1} \quad Y_t = C_t + I_t$$

De esta forma se puede determinar que el ahorro de la economía es igual a la inversión, teniendo en cuenta que se parte del supuesto que no hay sector externo como se anotó anteriormente:

$$\text{Ecuación 2} \quad S_t = I_t$$

La ecuación 1 parte de la función neoclásica de producción donde los factores productivos serán Capital (k), trabajo (L) y tecnología (A). dadas estas condiciones se puede determinar la siguiente función:

$$\text{Ecuación 3} \quad f(K_t, L_t, A_t) = C_t + I_t = Y_t$$

La ecuación 3 será la relación de capital, trabajo y tecnología necesaria para alcanzar un nivel de producción determinado. Partiendo de esta ecuación se deben cumplir tres características fundamentales que son:

- Hay rendimientos constantes a escala donde:

$$\lambda = \text{Lambda.}$$

$$\lambda f(K_t, L_t, A_t) = f(\lambda K_t, \lambda L_t, A_t)$$

Donde: $f(\lambda K_t, \lambda L_t, A_t)$. Se le llama homogeneidad de grado uno.

Para este caso, la tecnología se excluye como rival de factor, ya que esta puede ser utilizada por cualquier empresario en cualquier momento en el tiempo, a diferencia del factor capital y trabajo, los cuales presentan rivalidad en la medida que estos son escasos y no siempre están disponibles para los empresarios.

- Presenta rendimientos de producción decrecientes marginales, lo cual implica que la productividad marginal del trabajo está dada por:

$$PMgL = \frac{\partial f(K_t, L_t, A_t)}{\partial L} \quad \text{Será} > 0$$

Al aplicarle la segunda derivada se tiene:

$$PMgL = \frac{\partial^2 f(K_t, L_t, A_t)}{\partial L} \quad \text{Será} < 0$$

De igual manera ocurrirá con la productividad marginal del capital:

$$PMgL = \frac{\partial f(K_t, L_t, A_t)}{\partial L} \quad \text{Será} > 0$$

Al aplicarle la segunda derivada se tiene:

$$PMgL = \frac{\partial^2 f(K_t, L_t, A_t)}{\partial L} \quad \text{será} < 0$$

- Se debe cumplir el principio de INADA, el cual establece que cuando se contrata el primer trabajador, este será muy productivo, pero en la medida que se contrate más cantidad de trabajadores, es decir, el segundo, tercero, etc. La productividad irá disminuyendo, donde la productividad marginal del trabajo cuando tiende a infinito será igual a cero, de donde :

$$\lim_{L \rightarrow \infty} \left(\frac{\partial f}{\partial L} \right) = 0$$

$$\lim_{L \rightarrow 0} \left(\frac{\partial f}{\partial L} \right) = \infty$$

De igual manera opera para el capital:

$$\lim_{K \rightarrow \infty} \left(\frac{\partial f}{\partial K} \right) = 0$$

$$\lim_{K \rightarrow 0} \left(\frac{\partial f}{\partial K} \right) = \infty$$

Bajo las tres características presentadas anteriormente, hay que tener en cuenta que el modelo de crecimiento de Solow parte de que en la medida existan ingresos por parte de las familias, una parte de estos se destinarán para el ahorro y la otra para el consumo, por lo tanto se tendrá:

$$\text{Ecuación 4} \quad C_t = (1 - S) Y_t$$

Donde C_t es consumo, S ahorro y Y_t producción, si se reemplaza la ecuación 3 en la 4 se tendrá:

$$f(K_t, L_t, A_t) = C_t + I_t$$

Donde I_t es la inversión .

$$f(K_t, L_t, A_t) = (1 - S) Y_t + I_t$$

$$S \times f(K_t, L_t, A_t) = I_t$$

Donde I_t será la inversión bruta, se tiene:

$$\text{Ecuación 5} \quad S \times Y = I_t$$

En la ecuación 5 las familias ahorran una parte constante del ingreso, la cual es igual a la inversión bruta, donde las empresas esa parte del ahorro constante, será invertida para el incremento de la producción o al menos para mantenerla ya que una característica del capital, es decir, la maquinaria, se deprecia en la medida que transcurre el tiempo. Por lo tanto, se debe incluir en el modelo la depreciación del capital, que ahora en adelante se representará por depK . Donde:

$$I_t = K_t + \text{depK}$$

Donde K_t será el incremento del stock de capital (compra de maquinaria y equipo).

$$K_t = \frac{\partial K}{\partial T} \quad \text{Siendo } T = \text{tiempo}$$

Si se asume que una fracción del capital se deprecia permanentemente se tiene:

$$\Delta K_t = \text{depreciación total del capital}$$

Si el capital se deprecia este hay que al menos mantenerlo para sostener la productividad y en la medida que se incremente el stock de capital se tendrá entonces una inversión neta así:

Si $I_t = K_t + \text{depK}$ al reemplazarse en la ecuación 3 se tendrá:

$$f(K_t, L_t, A_t) = (1 - S) f(K_t, L_t, A_t) + K_t + \text{depK}$$

Al despejar K_t se tendrá:

$$\text{Ecuación 6} \quad K_t = S f(K_t, L_t, A_t) - \text{depK}$$

En la ecuación 6 si el ahorro de la economía se le resta depK , se obtendrá un incremento del stock del capital. Que sería lo mismo que la siguiente expresión:

$$\text{Ecuación 6.1} \quad K_t = S Y_t - \text{depK}$$

A partir de la ecuación 6.1 se puede establecer el crecimiento de la economía, ya que el ahorro está en función de la producción.

Si se genera un incremento en el ahorro, esto genera un incremento en la inversión de bienes de capital, lo que generará a su vez un crecimiento de la economía. Por lo tanto, habrá una relación directa entre el ahorro y el crecimiento económico.

La ecuación 6.1 está dada en valores agregados, para llevarlos a términos de crecimiento real, estos deben estar expresados en términos per cápita. Se hace importante hacerlo de esta manera ya que como se indicó anteriormente existe la divergencia económica, donde a pesar de que la producción total en dos países puede ser similar, el PIB per cápita puede ser muy diferente para estos dos. De acuerdo a lo señalado en las ecuaciones 6 y 6.1 se les deben incluir la variable población; teniendo en cuenta que un supuesto bajo el cual opera el modelo es que la población total es igual al número de personas que están empleadas, es decir, no se tiene en cuenta las personas desempleadas no aquellas que no están en edad para trabajar. Otro supuesto a tener en cuenta al incluir la variable población, es que la tasa de crecimiento de esta es constante a través del tiempo y exógena, lo que permite visualizar los efectos que tiene el ahorro y el capital sobre la producción.

Al incluir la población se tiene:

$$N = \frac{L}{L''}$$

De donde: n = al total de la población y L' el aumento del trabajo, si:

$$L'' = \frac{\partial L}{\partial T}$$

Se tiene la tasa de crecimiento de la población, la cual es constante. Si se divide la ecuación 6 en L_t , esta se expresará en términos per cápita, como se muestra a continuación:

$$\frac{K_t}{L_t} = \frac{Sf(K_t, L_t, A_t)}{L_t} - \frac{\text{dep}K}{L_t}$$

Donde la expresión $\frac{K_t}{L_t}$ será la tasa de crecimiento per cápita y donde $\frac{\text{dep}K}{L_t}$ será la depreciación per cápita.

Si se le aplica a la expresión la derivada de un cociente se tendrá:

$$\frac{K_t}{L_t} = \frac{\frac{\partial K}{\partial T}}{L_t}$$

$$\text{Ecuación 7} \quad \frac{K_t}{L_t} = \frac{K_t}{L_t} - \left(n * \frac{K}{L_t} \right)$$

En la ecuación 7 si la tasa de crecimiento de la población aumenta, disminuye el capital per cápita, demostrando de esta forma el concepto de divergencia económica.

Volviendo a la característica de los rendimientos constantes a escala se tiene:

$$\lambda f(K_t, L_t, A_t) = f(\lambda K_t, \lambda L_t, A_t)$$

Y si se asume que $\lambda = \frac{1}{L}$, la función de producción será:

$$\lambda f(K_t, L_t, A_t) = f\left(\frac{1}{L} K_t, \frac{1}{L} L_t, A\right)$$

Donde la función de producción está dada por:

$$\frac{1}{L} f(K_t, L_t, A_t) = f(k, A_t)$$

$$\text{Ecuación 8} \quad Y_t = \frac{Y_t}{L_t} = f(k, A_t)$$

La función de producción en términos de la ecuación de Coob – Douglas queda de la siguiente forma:

$$Y_t = A_t K^\alpha L_t^{1-\alpha}$$

El análisis es igual que en la ecuación 8, donde la producción per cápita depende del capital per cápita t del estado de tecnología.

Para obtener la tasa de crecimiento per cápita se reemplaza la ecuación 6 en 7 y se obtiene:

$$\frac{K_t}{L_t} = \frac{S f(K_t, L_t, A_t)}{L_t} - \left(\frac{\text{dep}K}{L_t - n \left(\frac{K}{L_t} \right)} \right)$$

De donde:

$$K = S f(K_t, A_t) - \text{dep}K - n K_t$$

Si en la ecuación anterior la tecnología es constante, donde $A_t = A$, se tiene este supuesto para poder determinar la tasa de crecimiento per cápita a partir de la producción per cápita, generando:

$$\text{Ecuación 9} \quad K_t = S Y_t - (\Delta + n) K_t$$

Siendo 9, la ecuación fundamental de Solow para explicar el crecimiento económico, la cual se puede interpretar así:

La tasa de crecimiento del stock de capital per cápita aumenta con la diferencia entre el ahorro y el segundo término de la expresión $(\Delta + n) K_t$, es decir, si el ahorro se incrementa, la inversión de la economía aumenta ($S Y_t = I_t$, donde $I_t = K_t + \text{dep}K$), lo que produce un incremento del stock de capital per cápita.

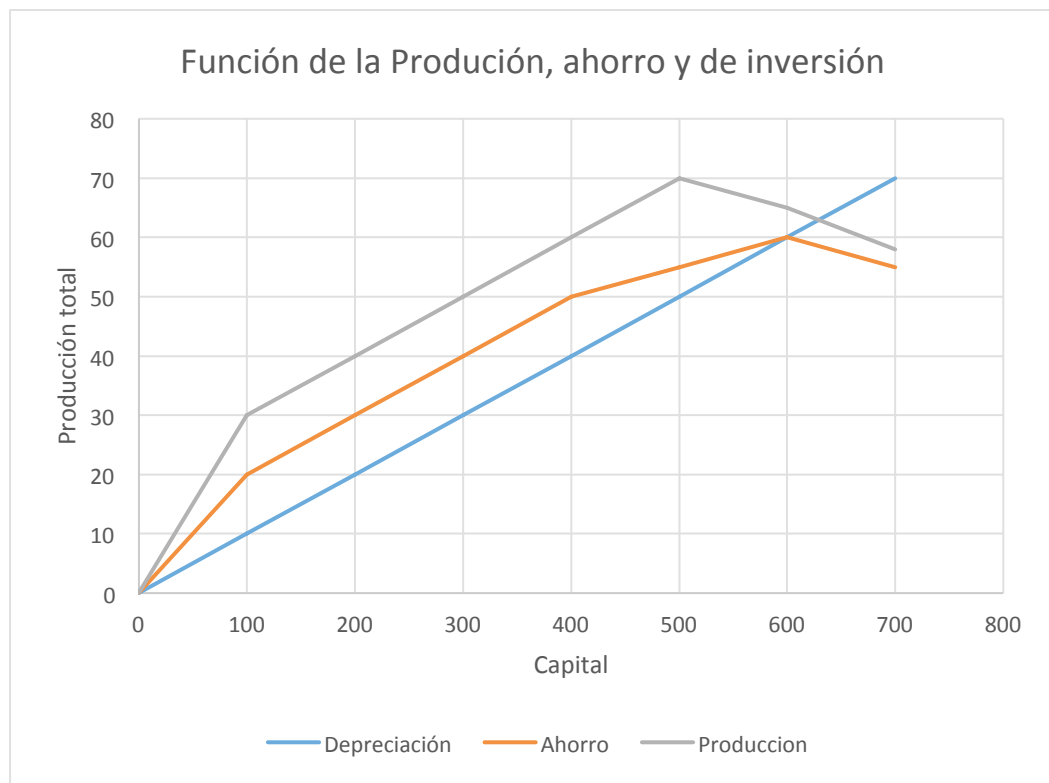
Otra conclusión a la que llega el modelo de Solow es que si la asignación de capital instalada por trabajador aumenta, esto genera el crecimiento económico.

También el modelo muestra que en la medida que se dé un incentivo al ahorro dentro de la economía, se generará crecimiento económico, ya que el ahorro es el mecanismo de transmisión de transferencia de recursos que son invertidos para impulsar el crecimiento.

En la medida que crezca el ahorro se tendrá mayor liquidez que las empresas aprovechan para invertir en un incremento del stock de capital, que necesariamente incrementará la producción por parte de las empresas, lo cual incentiva el crecimiento de la economía.

Análisis gráfico del modelo de Solow: En el siguiente gráfico se puede observar ante diferentes combinaciones de capital se obtienen diferentes valores de ahorro y de producción ante una tasa de depreciación constante.

figura 2. Función de la producción, ahorro e inversión para distintos niveles de capital.



Fuente: Elaboración propia

La productividad del capital es positiva pero decreciente, donde la diferencia entre el ingreso y el ahorro será el consumo, la función de depreciación siempre será creciente y constante ya que la tasa de crecimiento será la misma.

Si el ingreso tiene rendimientos decrecientes el ahorro también ya que este tiene relación directa con el ingreso, es decir, presentan correlación, en la medida que las familias dispongan de mayor ingreso tendrán mayor capacidad de ahorro y si este es igual a la tasa de depreciación ello significa que todos los fondos prestables se destinarán al reemplazo o renovación del capital depreciado, lo que hace que el nivel de producción se

mantenga constante y la economía no crece, por lo tanto, para que se pueda dar un crecimiento de la economía la tasa del ahorro debe ser mayor a la tasa de depreciación para que estos fondos prestables adicionales se destinen para el incremento de la inversión. El efecto anterior, donde el incremento de la tasa de ahorro es igual al incremento de la tasa de depreciación se llega a un estado estacionario de la economía, para que esto no ocurra, se debe garantizar que el incremento de la tasa de ahorro genere un incremento real del capital. El estado estacionario es el punto donde la tasa de crecimiento estable en el que el producto de la economía crece al ritmo de la población.

En las economías se invierte una fracción del ingreso agregado, esta inversión se destina para aumentar el stock de capital, si este permanece en el mismo nivel dentro de la economía, el ingreso agregado será el mismo, la economía permanece en el mismo nivel de stock de capital por mucho tiempo, donde la inversión de la economía es igual al stock de capital.

Si las economías no crecen a su tasa normal, el desempleo aumentará, el capital disponible se exigirá más, para mantener el nivel de producción, lo que causa un incremento en la tasa de depreciación, por lo tanto hay que hacer mayores esfuerzos de inyección de capital para lograr al menos mantener la tasa de inversión, por lo tanto se da una tendencia a llegar a un nuevo estado estacionario, de acuerdo a lo anterior la productividad del trabajo debe aumentar para evitar este estado estacionario, y esta productividad se logra con la especialización del trabajador, la educación y la I + D.

Para poder exceder el estado estacionario el gobierno, debe promover una política de incentivo al ahorro que puede ser a través de una disminución de impuestos, este mayor nivel de ahorro estimula la inversión de capital lo que hace que la producción aumente, en la medida que esta aumente por ende el ingreso también aumenta, todo esto debido a que la tasa de ahorro está creciendo en mayor proporción que la tasa de depreciación. Este incremento en la producción también hace que el consumo aumente vía un mayor ingreso lo que conduce a un mayor crecimiento de la economía.

También el modelo de Solow plantea la regla de oro de acumulación de capital, la cual establece que si la solución al problema de crecimiento económico es el ahorro, se debe lograr en la economía un nivel de ahorro adecuado que maximice el consumo, ya que si el consumo crece, es porque ya se dio un incremento en la producción y este incremento estimula el crecimiento.

En la regla de oro el producto marginal del capital o la última unidad de capital generada debe ser igual a la tasa de crecimiento de la población y a la tasa de depreciación del capital para que el consumo sea máximo, es en este factor donde las familias maximizan su satisfacción, adquiriendo bienes y servicios, lo que hace que el producto agregado aumente generando un mayor ingreso para estas, lo que se traduce en mayor disponibilidad de recursos para destinar al ahorro, el cual incentiva la demanda de inversión, lo que garantiza el incremento del stock de capital per cápita. En la medida que los fondos prestables de una economía aumentan el costo de estos tienden a disminuir incentivando aún más la inversión generando un crecimiento de la economía.

5.1.5.2.2 Algunas conclusiones del modelo de Solow : Dentro del análisis de crecimiento Económico el modelo Solow plantea como eje central de su discusión la importancia de la acumulación del capital físico calificado, esta variable es relevante para el aumento productivo al interior de las empresas. El aumento de capital humano trae calidad, diversificación en las empresas, procesos operacionales más eficientes y la generación de nuevos conocimientos logrando aumentar el potencial productivo a largo plazo y así aumentar el ingreso futuro tanto de los individuos y de la nación en su conjunto.

La creación de conocimiento al interior de una empresa por medio de la inversión en capital humano es un eje importante en los estudios acerca del crecimiento y es fundamental crear una conexión entre el capital físico el cual es determinado por la tecnología, y el capital humano, que comprende la fuerza de trabajo calificada; es por ello que las empresa deben enfocarse en fortalecer su capital humano calificando a sus empleados y así generar procesos más eficaces y eficaces que creen procesos de expansión hacia nuevos mercados. La inversión en capital físico también es un eje importante por medio del aumento de la tecnología, esta variables es clave al interior de las empresas ya que proporciona la posibilidad de estar en las mismas condiciones de economías desarrolladas para lograr competir en mercado internacionales jalonando el crecimiento económico. Es necesario que el desarrollo se vea como un proceso basado en la confianza y cooperación; donde capital físico facilite el progreso de las empresas e

industrias y así mismo el de la región y el capital social determine el bienestar de los trabajadores haciéndolos más eficiente, beneficiando la comunidad en general.

Un incremento del ahorro garantiza un crecimiento de la economía pero de forma indefinida, para lograr un mayor crecimiento a más largo plazo debe haber un incremento real de la productividad de los factores (capital y trabajo) los cuales provienen de la educación, de la $I + D$, entre otros. Por lo tanto el incentivo en el ahorro no puede considerarse una fuente para mejorar el nivel de vida de la población en forma continua.

El ahorro es la liquidez que las empresas invierten para aumentar el capital (inversión) que aumente la productividad de la economía y por ende se dé un crecimiento de la misma.

El nivel de producción depende directamente de la cantidad de la mano de obra y de capital disponibles en la economía de un país.

Para poder incrementar el nivel de producción de un país (PIB) se debe incrementar la cantidad de capital, recursos generalmente monetarios que serán destinados para aumentar el nivel de inversiones tecnológicas las cuales serán la base para poder incrementar la producción de un país.

Para el logro del punto anterior, una buena parte de los ingresos (tanto de familias como de empresas) deben ser destinados a la inversión, es decir, en tecnología que será

utilizada para el incremento de la producción y por ende generará el crecimiento económico. Se debe tener en cuenta que en las economías el ingreso una parte de este se destina para el consumo, otra parte para el ahorro y otra para la inversión.

Es importante destacar que hoy por hoy varios autores señalan que la inversión es una variable fundamental que determina el crecimiento económico de un país y es bajo esta condición que se muestra la relación existente entre el crecimiento económico y los flujos de efectivo de las empresas como se mostrará más adelante en el presente documento.

El crecimiento económico llega a un máximo nivel (debido a la ley de rendimientos decrecientes de producción) a largo plazo si no se realizan las inversiones de capital necesarias que coadyuven a generar mayor capacidad productiva.

Cuando el stock de capital se estabiliza como lo llama el modelo “estado estacionario”, también se estabiliza la renta (en esta parte, según lo explica el autor, en el modelo la producción no crece a largo plazo, debido a que el capital es igual a la renta). Por lo tanto para evitar este estancamiento en la producción y en el crecimiento económico, se debe realizar una inyección de inversiones de capital que permitan generar el crecimiento hacia el largo plazo.

El crecimiento económico de un país se da más por la oferta que la misma demanda, ya que el modelo se basa en el nivel de producción, como variable fundamental

que explicar el crecimiento, donde esta oferta está ligada con los bienes y servicios que se ofrecen en la economía de un país. Y esta oferta aumentará o disminuirá de acuerdo al nivel de producción. Para incrementar el nivel de producción se debe incrementar la inversión en capital, la cual conllevará necesariamente a un crecimiento de la economía.

La variable fundamental que explica el crecimiento económico de un país es la inversión en capital.

De acuerdo a las conclusiones anteriores se destaca como la inversión en capital es la base para que se genere el crecimiento económico de un país, y es a partir de este elemento que se genera la relación entre los flujos de efectivo y el crecimiento económico, ya que existe un conector fundamental entre estas dos variables que es la LIQUIDEZ como se muestra a continuación:

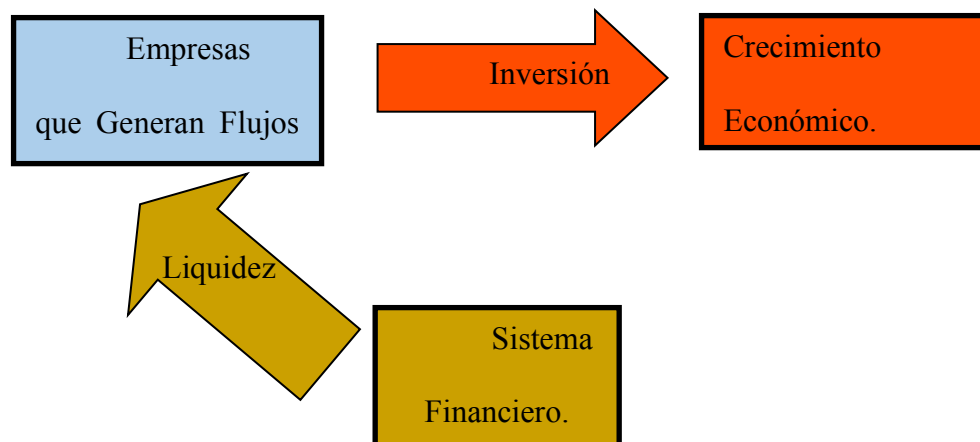
El flujo de efectivo muestra la disponibilidad de recursos con los que cuenta una empresa para atender sus obligaciones financieras, realizar inversiones o distribuir utilidades, García (1999), por lo tanto la inversión entra a hacer parte fundamental dentro del flujo de efectivo ya que de este (flujo de efectivo), es que se generan los recursos para el desarrollo de dicha actividad dentro de las empresas.

Las inversiones tanto privadas como públicas generalmente requieren de grandes desembolsos de dinero (liquidez) y que en muchas ocasiones ni los empresarios ni los gobiernos disponen de estos para poderlas llevar a cabo, es por este motivo, que el

sistema financiero entra a hacer parte de dicha relación, ya que es este el encargado de canalizar los recursos monetarios suficientes para que estos sean trasladados a la inversión.

El flujo de efectivo como se mostró en el presente marco teórico determina la liquidez necesaria que se puede llevar a la inversión, la cual en muchos casos el flujo en sí mismo, no contiene los recursos para la realización de las misma y es por esto que los empresarios recurren al sistema financiero para conseguir la liquidez necesaria para poder impulsar sus inversiones Levine (1997). Pero para que esto se pueda dar, las empresas deben tener la suficiente liquidez o capacidad de generación de recursos para poder retornar estos dineros prestados a las entidades financieras a unas tasas de interés adecuadas en un tiempo prudente.

figura 3. Movilidad de la inversión



Fuente: Elaboración propia.

El sistema financiero inyecta liquidez a las empresas recursos que son invertidos en acumulación de capital e innovación tecnológica los cuales aportan al crecimiento de la economía. El flujo de efectivo a su vez es liquidez que se puede utilizar para la inversión en acumulación de capital e innovación tecnológica, las cuales en su mayoría, requieren de grandes cantidades de recursos monetarios por tal motivo es que los empresarios se apalancan en el sistema financiero para la realización de las mismas. Es por esto que las entidades financieras hacen parte fundamental en el crecimiento económico de un país Levine (1997).

Algunos autores destacan como la movilidad de estos recursos por parte del sistema financiero al ser trasladados a las empresas para que estas a su vez realicen sus inversiones, se promueve el crecimiento económico de los países:

Hicks (1969) demostró como el sistema financiero fue la base fundamental para el comienzo de la industrialización en Inglaterra ya que este fue quien canalizó los grandes recursos para la inversión de grandes obras en este país. Los productos y las invenciones ya estaban elaboradas y operando desde años anteriores y el crecimiento económico aún no había llegado, sin embargo, cuando el sistema financiero inyectó la liquidez necesaria a través del mercado de capitales, los instrumentos financieros allí tranzados, fueron los impulsores de las inversiones de largo plazo que la economía necesitaba. También Shumpeter (1912) en su artículo sobre la teoría del desarrollo económico señala como el sistema financiero y en particular los bancos son entidades que promueven la inversión tecnológica; identificando aquellos empresarios que mejor están preparados para llevar a

cabo innovaciones y crear nuevos productos, otorgándole los recursos necesarios para que lleven a la realidad dichas políticas empresariales. También los bancos, son entidades que tiene como tarea identificar empresarios que generen mecanismos de producción más eficaces y es a estos quienes con mayor facilidad se les otorgarán los recursos (liquidez) monetarios ya que tienden a obtener mejores resultados financieros que otros empresarios que no están tan preparados, de esta forma los riesgos de prestar recursos disminuyen, ya que la probabilidad de recuperar los dineros invertido en este tipo de empresas es mayor que las que no tiene la capacidad de innovar y mejorar los procesos productivos. Afirma también el autor, que en la medida que las empresas cuenten con los recursos necesarios para poder realizar sus inversiones en innovación, tecnología y nuevos productos, estas nuevas capacidades impulsan el desarrollo económico de un país.

Robinson (1952) al igual que los dos autores anteriores muestra como a medida que se va dando el crecimiento económico de un país, se van generando las condiciones necesarias para que el sistema financiero sea el proveedor de productos y servicios financieros adecuados para las nuevas tendencias que se están generando en la economía de un país. Y a través de los años el sistema financiero ha sido el encargado de generar la liquidez necesaria para que los empresarios con nuevos productos y servicios financieros puedan hacer realidad sus inversiones y poder inyectar más capital en tecnología para mejorar sus procesos productivos y ser más competitivos.

El autor North (1990) en su publicación titulada cambios institucional y desempeño económico, señala como el sistema bancario es uno de los autores principales

para el logro del desarrollo y crecimiento de un país, en la medida que las condiciones financieras de la economía sean mejores o más apropiadas se tendrá un mayor crecimiento, ya que las entidades bancarias realizarán sus desembolsos de recursos más fácilmente y en mayores cantidades ya que al existir un sistema financiero más eficiente y consolidado tendrán, las entidades financieras, mayor información sobre donde colocar sus recursos a menor riesgo y con más altas posibilidades de recuperación de su cartera. La información que tengan las entidades financieras sobre sus clientes, empresas y sobre los proyectos a invertir, se tendrá mejores condiciones financieras, lo que se traduce en un mayor crecimiento económico, en la medida que más cantidad de recursos se puedan canalizar hacia la inversión por parte de las empresas que hacen uso de estos recursos monetarios. Al igual que los autores Atje y Jovanovic (1993) demuestran como en la medida que exista un buen desarrollo del sistema financiero en una economía, esto ayuda a que se dé un mayor crecimiento económico ya que al hacer uso los empresarios de los recursos que el sistema financiero le facilita conlleva necesariamente a una mayor inversión. Las inversiones en el mercado de capitales se incrementarán al tener mayor liquidez y al existir un sistema financiero más desarrollado los riesgos de inversión disminuyen incentivando el incremento de las inversiones y por ende un mayor crecimiento económico.

Otros autores centran sus estudios en como a través de la innovación tecnológica y en nuevas formas de producción se logra el crecimiento económico, en donde, las funciones desempeñadas por el sistema financiero afectan de forma directa el crecimiento al alterar el ritmo de innovación tecnológica en un país Levine (1997). Uno de ellos es el

autor Romer (1990) el cual muestra como el crecimiento es impulsado por el cambio tecnológico el cual proviene de las decisiones de inversión realizadas por los agentes que desean maximizar sus beneficios, es decir, empresarios que estudian diferentes proyectos y que están dispuestos a destinar recursos para obtener mayores utilidades, teniendo en cuenta que para la obtención de dichos recursos el proveedor de los mismos es el sistema financiero cuando el empresario no dispone de la totalidad de estos. Al igual Grossman y Helpman (1991), demuestran mediante la utilización de un modelo de mejora de productos, como al incentivarse la investigación y el desarrollo (I+D) a nuevos productos, apalanca el crecimiento económico en algunos países. Estas inversiones en I+D promueven un desarrollo tecnológico, el cual en la mayoría de casos es apalancado por el sistema financiero quien es el encargado de proveer los recursos para el desarrollo e incremento del I+D.

Es importante para demostrar la relación entre los flujos de efectivo y el crecimiento económico como la liquidez del sistema y de los mercados financieros son fundamentales para apalancar el crecimiento, algunos autores que han estudiado el tema son:

Levine y Zervos (1996) a través de una regresión estadística, los autores demuestran como el crecimiento económico en algunos países ha sido generado en parte por el desarrollo del mercado de valores, en la medida que se incrementa el número de operaciones en el mercado, es decir, más inversionistas inyectan recursos monetarios a través de la compra de acciones y bonos corporativos principalmente, hay mayor liquidez

para las empresas para que puedan efectuar sus inversiones lo que implicaría un mayor crecimiento de la economía. Los autores a través de este estudio lograron demostrar como un mayor coeficiente de operaciones en el mercado, produjo un mayor crecimiento de la economía, algunos ejemplos de ello como se muestra en la siguiente tabla:

Tabla 1. Crecimiento de la Economia

País	Coeficiente de volumen de operaciones	Crecimiento del PIB per cápita
Australia	25,6%	1,57%
Alemania	70,4%	0,95%
Estados Unidos	49,3%	1,67%
Gran Bretaña	34,9%	1,75%
Japón	46,9%	3,42%
Suiza	46,7%	1,16%

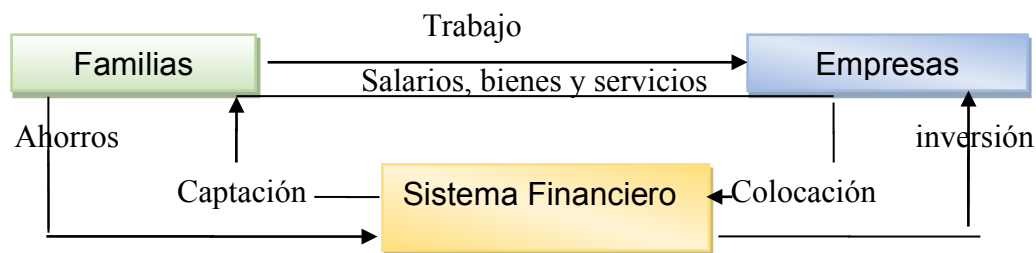
Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de: journal of economic literature 1997.

Otros autores que demostraron que la inyección de una mayor liquidez por parte del sistema financiero a las empresas para destinar estos recursos a la inversión y que genera crecimiento de la economía son Bencivenga, Smith y Starr (1995), en su estudio, los autores señalan como los costos de transacción afectan de forma directa la inyección de liquidez que se destina para la inversión, en la medida que los costos de transacción financieros sean más altos, se generará un menor incentivo por parte de los inversionistas a adquirir activos financieros o productos que emitan las entidades financieras y de forma

contraria, en la medida que los costos transaccionales disminuyan, los incentivos a invertir serán mayores, es decir, se generará mayor inyección de liquidez al sistema lo que generará mayor inversión y por ende mayor crecimiento económico.

Según lo demostrado en el presente marco teórico, se deduce que la principal variable que une los flujos de efectivo y el crecimiento económico es la LIQUIDEZ que le pueda proporcionar el sistema financiero como los mismos flujos de efectivo a las empresas para que estas puedan realizar la inversión necesaria y así aportar al crecimiento de la economía. Esto se sustenta en las relaciones existentes entre los agentes económicos, como lo señala Aceves y Martínez (2013), quienes demostraron en sus resultados investigativos, como un sistema financiero eficiente que le otorga recursos a las empresas a través del crédito, estos son invertidos de manera eficiente aportando al crecimiento de la economía y siendo estos recursos (liquidez) provenientes de los ahorros tanto de empresarios como familias como se demuestra en el siguiente gráfico:

figura 4. Relaciones entre los agentes de una economía



Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar en el grafico anterior, las familias proveen a las empresas del recurso trabajo para que estas puedan producir bienes y servicios que luego serán ofertados a las familias para satisfacer su consumo, adicionalmente las familias recibirán un salario por la actividad laboral que ejercen en las empresas, con este salario (ingreso), las familias una parte de este lo destinan para el consumo y otra para el ahorro. Este ahorro es captado por el sistema financiero el cual será el encargado de suministrar los recursos a las empresas para que realicen sus inversiones, las familias por llevar sus ahorros al sistema financiero recibirán una compensación que se le conoce como tasa de interés de captación y las empresas reconocerán al sistema financiero una tasa por hacer uso de los dineros prestables y que se le conoce como tasa de interés de colocación, la diferencia entre la tasa de interés de captación y de colocación se le llama tasa de intermediación financiera. Se puede observar en el gráfico que es el sistema financiero el encargado de entregar la liquidez a las empresas para que estas a su vez realicen las inversiones necesarias para producir más y poder entregar u ofertar más bienes y servicios a la economía, en la medida que se produzca más, las familias recibirán mayor ingreso y podrán consumir más y ahorrar más, en la medida que esto se dé, como lo indicó Solow en su modelo de crecimiento económico, habrá mayor inversión en capital y por ende mayor crecimiento económico.

Las empresas también dispondrán de mayores recursos (flujos de efectivo) vía utilidad, ya que en la medida que produzcan más y vendan más, dispondrán de una mayor cantidad de liquidez que podrá ser destinada para el incremento del capital.

El sistema financiero es el encargado de proveer parte de la liquidez necesaria que demandan las empresas para poder realizar sus inversiones, se nombra que en parte ya que el total de la liquidez proviene de la suma de los créditos y los excedentes de liquidez que las empresas obtienen por su ejercicio comercial. Para poder el sistema financiero proveer esta liquidez; ofrece diferentes instrumentos de financiación para que los empresarios de acuerdo a sus necesidades y requerimientos, puedan escoger ante estas alternativas aquellas que más se ajusten a sus necesidades y poder realizar las inversiones necesarias Levine (1997).

A través del tiempo y para poder proveer estos recursos el sistema financiero se ha ido especializando en la formación de diferentes tipos de entidades que colocarán los ahorros en recursos para que las empresas puedan realizar sus inversiones, entre ellas tenemos algunas como son los bancos, las corporaciones financieras, la bolsa de valores, la banca de segundo piso, las fiduciarias, entre otras.

Los autores Terceño y Guercio (2011), demuestran como el desarrollo del sistema financiero interviene de forma directa en el crecimiento económico, es decir, hay una correlación entre el sistema financiero y el crecimiento, el estudio realizado por los autores, fue aplicado para países latinoamericanos entre ellos Colombia.

De acuerdo a los resultados obtenidos por los autores, en un estudio realizado entre los años 1990 y 2007, realizaron una comparación entre el desarrollo que ha tenido el sistema financiero y su incidencia en el crecimiento económico, en países como

Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, evidenciaron que la correlación entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico es “alta e indiscutible” y los mejores resultados, es decir, una alta correlación entre estas dos variables se dio en países como Brasil, Colombia, México y Perú.

Para poder determinar la correlación, los autores utilizaron para el sistema financiero como variable principal la capitalización del mercado de bonos, este como instrumento de financiación que inyecta liquidez a las empresas para que estas puedan realizar sus inversiones. Y encontraron que para el caso Colombiano la correlación es de 0,90 frente a un valor de uno (1), el cual sería una correlación perfecta. Esto demuestra que en Colombia la inyección de liquidez por parte del sistema financiero para aportar al crecimiento de la economía es bastante alta a través del mercado de bonos. Esta conclusión, se evidencia también a través de la evolución de operaciones que realiza diariamente la bolsa de valores de Colombia, según de la misma entidad, entre los años 2001 hasta la fecha (2001 fue creada la BVC en Colombia, producto de la fusión de las bolsas de Medellín, Bogotá y Cali) el mercado de bonos representa el 75% promedio del total de transacciones diarias realizadas.

Otro autor que demuestra como en Colombia se da el crecimiento económico basado en los mercados financieros es Ruiz (2004), quien a través de un análisis econométrico y utilizando como principales variables el mercado accionario y de bonos, evidenció como existe una alta relación estadística entre la liquidez que otorgan estos instrumentos financieros y el crecimiento de la economía.

En Colombia existe diferentes tipos de entidades financieras que cumplen su función de intermediación otorgándole la liquidez necesaria a las empresas para que estas puedan llevar a cabo sus inversiones y de esta manera apoyar al crecimiento de la economía, entre estas se tiene:

Tabla 2. Entidades que inyectan Liquidez a las empresas y familias en Colombia.

ENTIDAD	TIPO DE PRODUCTOS	COLOCACIONES (Clientes)
Bancos	Cuenta de ahorros, cuentas corrientes, banca seguros, crédito de libre inversión, fomento, tesorería recursos de largo plazo, recursos de corto plazo, vehículo, vivienda, capital de trabajo, pymes, leasing, factoring, descuentos a plazos, cartas de crédito, fiducias, entre otros productos de colocación y captación.	Personas naturales. Grandes empresas. Medianas empresas. Pequeñas empresas.
Corporaciones financieras	Captación de recursos a través de Certificados de depósito a término, colocación de recursos para promover la industria Colombiana a través de créditos de largo plazo.	Industria en general (hoy en Colombia solamente existe dos entidades de este tipo ya que en la crisis de finales de los noventa y principio de la década de dos mil, la mayoría de este tipo de entidades desaparecieron y otro motivo es la poca

		capacidad de tener diversificación de productos financieros a la hora de realizar sus captaciones y colocaciones).
Compañías de financiamiento comercial	Captación de recursos a través de Certificados de depósito a término y colocación de recursos para promover el comercio a través de créditos de mediano y corto plazo.	Comercializadoras en general. Entidades que dejaron de existir en Colombia por los mismos motivos que se presentaron para las corporaciones financieras.
Compañías especializadas en leasing.	Sistema de arrendamiento financiero y utilizado por la mayoría de empresas para recomponer sus activos de capital. Existe varios tipos de leasing: financiero, operativo, inmobiliario, sindicado, de importación, internacional.	Personas naturales. Grandes, medianas y pequeñas empresas.
Fiduciarias	Contrato de administración de recursos monetarios, de activos inmobiliarios y fideicomisos administrativos.	Personas naturales. Personas jurídicas. (No es un sistema de colocación de recursos, solamente de administración).
Bolsa de valores	Lugar de transacción de activos financieros de corto y largo plazo. (Acciones,	Personas naturales. Personas jurídicas.

	bonos, y divisas.)	
Fondos de pensiones y cesantías.	Captación de recursos para pensión y cesantía individual. No colocan recursos a las personas naturales y jurídicas.	Personas naturales.

Fuente: Elaboración propia, con datos extraídos: trabajo acceso a la financiación pymes elaborado por Escobar (2014).

5.1.6 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 diferentes variables importantes para analizar el comportamiento de la economía, estas variables cuentan con datos históricos que las convierte en variables apropiadas para llevar a cabo un análisis. Algunas variables son:

- Producto interno bruto (PIB).
- Inflación.
- Ahorro.
- Inversión.
- Tasa de desempleo (TD).
- Tasa de colocación (TC).
- Tasa de depósitos a término fijo (DTF).
- Tasa representativa del mercado (TRM).

Para el caso de esta investigación se buscará establecer la correlación existente con las variables PIB del departamento de Risaralda sector servicios, tasa de desempleo de risaralda, tasa de colocación, TRM y DTF.

En el análisis también se incluirá la variable financiera IGBC porque es una variable de rendimiento base para el análisis del flujo de efectivo de inversión de las

empresas objeto de estudio. Debido a que este flujo debería mostrar algún tipo de correlación con esta variable. Ya que en la medida que muchas inversiones no operativas son destinadas a la inversión en títulos accionarios.

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 (2007), 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 esta 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 máquinas, 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.

PIB Regional: El PIB regional o departamental se define como el valor de mercado de todos los bienes y servicios finales producidos en un área metropolitana en un período determinado de tiempo.

Según el DANE “El PIB departamental mide la actividad productiva de los diferentes departamentos del país, además establece su comportamiento, evolución y estructura económica para el análisis y la toma de decisiones regionales. En total coherencia con los agregados nacionales, se construyen las Cuentas Nacionales Departamentales denominadas “centralizadas” que asignan regionalmente el PIB nacional total y sectorial, mediante el uso de indicadores estadísticos asociados a las actividades productivas”

Las diferencias de los crecimientos departamentales frente al total nacional se atribuyen al comportamiento particular de las actividades económicas que caracterizan a

cada departamento. Estas tasas, en muchos departamentos recogen la dinámica nacional, pero algunos presentan diferente tendencia de crecimiento frente al referente nacional. La dinámica económica espacial arroja resultados favorables y desfavorables regionales que hace que unos departamentos se coloquen como ganadores y otros como perdedores. Esto se refleja en que los primeros poseen una posición hegemónica, acaparando una actividad económica de valor agregado expresado en un mayor Producto Interno Bruto (PIB) regional respecto al PIB nacional en comparación con otros departamentos rezagados y con poca actividad económica.

Ramos, Ana Luz (2009), “La desigualdad del ingreso regional: Propuesta de un modelo causal”; el desarrollo regional se ha explicado a partir de dos vertientes. Para la primera está subordinado al contexto nacional y para la segunda es independiente de él. Según el primer enfoque, el desarrollo es un proceso de cambio con características económicas, sociales y físicas en una zona durante un tiempo. La segunda, en la que se fundamenta esta investigación, concibe el desarrollo regional como un aumento del bienestar en una región, el cual se refleja en los indicadores del ingreso por habitante y su distribución entre la población; es un proceso de transformación económica y social que comprende el crecimiento del producto per cápita, el cambio de las estructuras productivas y el equilibrio entre regiones. Cada región es un subsistema que forma parte de un sistema total. Dado que no todo lo que produce una región lo consume internamente ésta exporta el excedente pero también debe importar parte de los productos que satisfacen su demanda interna, constituyéndose en un sistema abierto, en donde las importaciones y exportaciones se dan en forma natural. Existe una interdependencia

recíproca de los subsistemas económicos regionales que refleja el conjunto de relaciones intersectoriales; estos subsistemas se relacionan entre sí atendiendo a la composición interna de bienes de consumo final, así como a los nuevos medios de producción correspondientes a la inversión regional. Por tanto, al analizar las regiones hay que tener siempre presente la interdependencia de cada una de ellas con el conjunto de la economía. Las regiones donde se localizan los sectores más dinámicos crecerán a un ritmo más rápido, en que repercutirán en la ocupación y la demanda de fuerza de trabajo como resultado de ese crecimiento económico regional.

Para el caso específico de Colombia, Vargas (2012), señala en su artículo “Instituciones y brechas regionales en Colombia”:

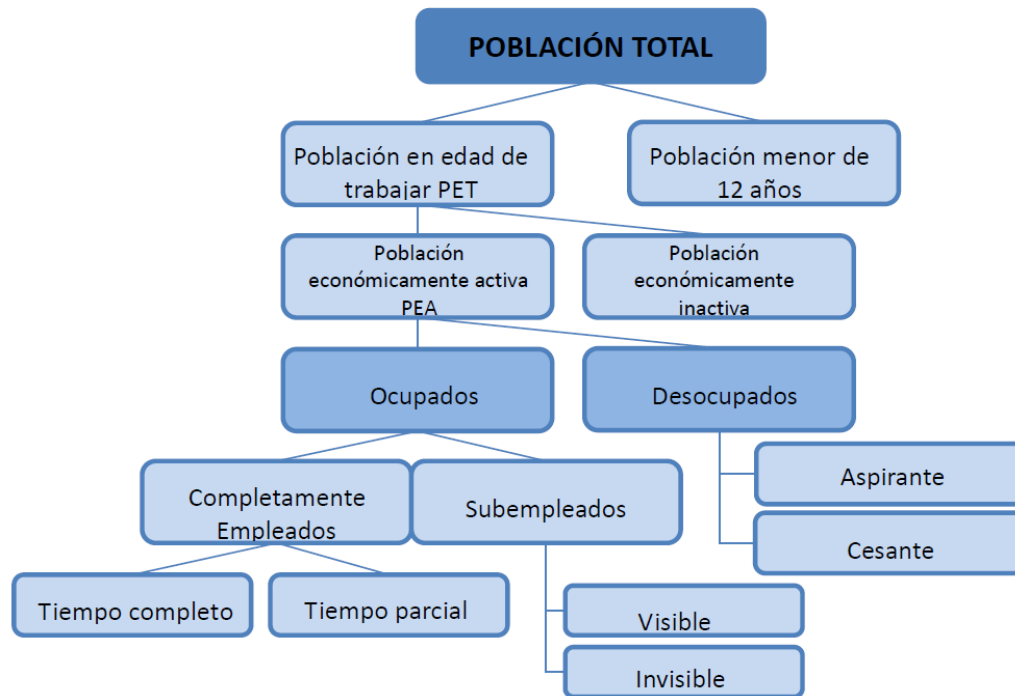
“Colombia en un país de inmensas brechas regionales. Tomando como unidad de análisis los departamentos, actualmente el PIB per cápita del departamento más rico (Casanare) es casi 10 veces el del más pobre (Vaupés). Esta brecha es equivalente a la que existe hoy entre, por ejemplo, Estados Unidos y Algeria. En efecto, mientras Casanare tiene una riqueza por habitante equivalente a la de Arabia Saudita, el ingreso de los vaupenses es comparable con el de los habitantes de Moldova. En efecto, en dos décadas enmarcadas por un proceso profundo de descentralización política y fiscal y de reformas estructurales, no sólo la posición relativa de los 33 departamentos colombianos en términos de su PIB per capita ha cambiado muy poco, sino que las brechas no han disminuido. Pero la inequidad regional en Colombia va más allá de las

diferencias de ingreso per capita. De hecho, el diagnóstico en términos de PIB per capita esconde brechas aún mayores en términos de otras medidas de desarrollo y bienestar. En efecto, el esquema tradicional de repartición de las regalías provenientes de la explotación de hidrocarburos favorece sustancialmente a las regiones productoras, lo que hace que los departamentos petroleros como Casanare sean los de mayor ingreso por habitante, aunque sus resultados en términos de otras variables asociadas con el desarrollo sean preocupantes.

Duque señala en su artículo “Rieles para el empleo cafetero” más del 60% del Producto Interno Bruto (PIB) Regional, se concentra en Manizales, Pereira y Armenia, por lo que la profunda brecha con los escenarios rurales de la ecorregión muestra que las fértiles tierras no gravitan y por lo tanto están en condiciones económicas absolutamente lamentables. Todo empieza porque nuestra actividad agropecuaria nunca ha incorporado políticas de ciencia y tecnología, y en consecuencia porque el conocimiento como factor de producción no entra a combinarse al lado de la tierra, el trabajo y el capital.

5.1.7 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.



Fuente: DANE

Figura 1. Distribución Población.

5.1.8 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 aún así beneficios o ganancias.

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 período 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 domesticas 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 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 Asobancaria, 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.

5.1.9 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.

La tasa de cambio representativa del mercado (TRM). Según el Banco de la República “Es un indicador económico que revela el nivel diario de la tasa de cambio oficial en el mercado *spot* de divisas colombiano. Es la cantidad de pesos colombianos por un dólar de los Estados Unidos (antes del 27 de noviembre de 1991 la tasa de cambio del mercado colombiano estaba dada por el valor de un certificado de cambio). La TRM

se calcula con base en las operaciones de compra y venta de divisas entre intermediarios financieros que transan en el mercado cambiario colombiano, con cumplimiento el mismo día cuando se realiza la negociación de las divisas. Actualmente la Superintendencia Financiera de Colombia es la que calcula y certifica diariamente la TRM con base en las operaciones registradas el día hábil inmediatamente anterior”.

El mercado cambiario está conformado por los intermediarios cambiarios autorizados que corresponden a entidades financieras y el mercado libre, corresponde a las transacciones efectuadas por el público en general. En Colombia el mercado cambiario efectúa sus operaciones a través del Sistema Electrónico de Transacción de Moneda Extranjera (SETFX), el cual permite la compra y venta de divisas en tiempo real, así como registrar de manera oficial dichas operaciones.

Según el Banco de la Republica:

“El Banco de la República interviene de distintas maneras en el mercado cambiario. Los instrumentos de intervención del banco incluyen la intervención discrecional que fue aprobada como mecanismo de intervención por la Junta Directiva en septiembre de 2004, dando la potestad de intervenir a través del mecanismo de intervención que escoja. Adicionalmente, existen las subastas de opciones para acumular (desacumular) reservas y para controlar la volatilidad de la tasa de cambio. Si el propósito es acumular (desacumular) reservas, el Banco de la República vende opciones *put* (*call*) de acumulación (desacumulación),

otorgando al tenedor el derecho de vender (comprar) dólares al Banco de la República. Las opciones *put (call)* pueden ser ejercidas en los siguientes 30 días a la subasta, siempre y cuando el promedio de la TRM esté por debajo (encima) de su promedio móvil de los últimos 20 días hábiles. Si el propósito es controlar volatilidad, se ciñe a una regla: actualmente, cuando la TRM se encuentra 5% o más por debajo (es decir, más apreciada) de su promedio móvil de los últimos 20 días hábiles, el Banco de la República vende opciones *put* otorgando al tenedor el derecho de vender dólares al Banco de la República. Si la TRM se encuentra 5% o más por encima del promedio móvil de los últimos 20 días hábiles, el Banco de la República vende opciones *call* otorgando al tenedor el derecho de comprar dólares al Banco de la República”.

5.1.10 Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC). La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) es el resultado de la integración de las plazas bursátiles de Bogotá, Cali y Medellín, proceso que dio vida a una nueva compañía que opera desde julio de 2001. En 2007 se convierte en una compañía inscrita en el mercado público de valores.

Una de las formas de medir el comportamiento de la economía de un país, es a través de las bolsas de valores locales. En Colombia el comportamiento económico de la Bolsa de valores se mide a través de tres indicadores principalmente: el Colcap, el Col20 y el IGBC, este último es el más antiguo y más utilizado por los agentes que intervienen en el mercado bursátil.

Este índice, según la definición 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 la oferta y la demanda, producto de las negociaciones de dichas acciones.

Vera, Rocio (2005). “Reseña de la metodología de construcción de los indicadores más utilizados en Colombia: IPC, IPP, ITCR, IGBC” en: Apuntes de Economía N° 6. Universidad del ICESI.

Es el instrumento más ágil y oportuno para evaluar la evolución y tendencia de las acciones más representativas del mercado colombiano. Cualquier variación de su nivel es un reflejo del comportamiento del mercado de capitales, explicando con su aumento o disminución la tendencia alcista o hacia la baja en los precios de las acciones. El objetivo principal entonces del IGBC es reflejar la variación o comportamiento en el tiempo del precio de las acciones más representativas del mercado, de tal forma que cumpla el requisito de replicabilidad, es decir, que a partir de él se pueda conformar un portafolio con las acciones del índice y así tener una base fundamental para la construcción de productos derivados. En la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) no sólo se calcula un índice general sino que también se calculan unos índices sectoriales para complementar la información del mercado accionario y captar de una forma más precisa y desagregada lo que acontece en las diferentes actividades económicas. Entre dichos indicadores la diferencia más significativa es el criterio de selección de la canasta (P20).

El indicador mide el comportamiento de las 25 acciones más representativas de la bolsa de valores de Colombia en un período determinado. 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.

El IGBC y el nuevo ciclo de crecimiento en Colombia. ¿Qué estamos viendo? La gráfica superpone el cambio porcentual del IGBC 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.

Una de las mayores amenazas para toda empresa es caer en un estado de insolvencia. Este tipo de amenaza a la estabilidad financiera de las empresas es relevante no solo para inversionistas y empleados, sino también para prestamistas del sector financiero, auditores y autoridades reguladoras entre otros. La parte baja del ciclo económico colombiano presentada en la segunda parte de los años noventa, estuvo acompañada de una recesión del sector real y de grandes pérdidas en el sector financiero. La solvencia de las empresas no fue ajena a este difícil entorno, tal como lo reflejan los indicadores financieros observados entre 1995 y 2002. En general, el balance de los agentes se deterioró ante los aumentos en endeudamiento, caída en el precio de los activos y altas tasas de interés de financiamiento. El objetivo de este estudio es identificar los determinantes de la insolvencia presentada en el año 2001, a partir de los estados financieros que cada empresa reportó en el año 2000.

Para el caso de Estados Unidos, Beaver encontró que varios indicadores eran útiles a la hora de discriminar entre una muestra de firmas quebradas y no quebradas con antelación de cinco años entre 1954 y 1964, entre los que se destacan flujo de efectivo/deuda total y utilidad final/activo. El modelo probit heteroscedástico presentado a continuación permitió identificar los indicadores utilidad antes de impuestos/activos, obligaciones financieras/activos y disponible/activos como las razones financieras más importantes a la hora de medir fragilidad empresarial en Colombia en el año 2001. Las empresas menos propensas a ser frágiles durante el año 2001, independientemente de sus indicadores financieros, fueron las pertenecientes a las ‘actividades auxiliares a la intermediación financiera y actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler; mientras las más propensas pertenecen al sector ‘enseñanza, servicios de salud y otros servicios’.

La información utilizada tiene como fuentes los estados financieros de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades y de Valores a diciembre 31 de 2000. Con el fin de trabajar con una muestra tan cercana a la población como fuera posible, se incluyeron 9.000 empresas. De esta forma, se evita tomar una muestra balanceada que transmita un sesgo de selección a los parámetros estimados. La definición de fragilidad en este estudio está ligada al estado legal de la empresa.

Como variable dependiente, se considera que una compañía presentó estrés o fragilidad financiera si ingresó a un acuerdo de reestructuración de pagos (ley 550 de 1999) o si la Superintendencia de Sociedades determinó su liquidación obligatoria durante el año 2001. Se encontraron 171 empresas en alguna de estas dos situaciones

legales, equivalente aproximadamente al 2% de la muestra total. La tabla 1 muestra esta clasificación por grupo de actividad económica. Los indicadores de endeudamiento analizados fueron pasivo/activo, obligaciones financieras/activo y egresos financieros/(ingresos operacionales + ingresos financieros). Los dos primeros miden el grado de apalancamiento de la empresa, que, en el caso de ser alto, compromete la capacidad de pago a deudores ante choques negativos no esperados. El tercer indicador captura el efecto de los flujos de efectivo necesarios para cumplir con el pago de intereses y que puede dar origen a presiones financieras.

Dentro de los indicadores analizados, la utilidad antes de impuestos/activo (en el caso de rentabilidad), las obligaciones financieras/activo (en el caso de endeudamiento) y los indicadores que contienen el nivel de disponible (en el caso de la liquidez) fueron los mejores predictores de fragilidad empresarial. Los resultados para todos los modelos estimados muestran que una empresa es más propensa a ser frágil en la medida en que presente bajos niveles de rentabilidad y liquidez, y un alto nivel de endeudamiento en sus resultados del último año.

Las variables *dummies* que discriminan por sector también fueron relevantes conjuntamente en los cuatro modelos. Las empresas menos propensas a ser frágiles en el año 2001 (independientemente de sus indicadores financieros) fueron las pertenecientes a las ‘actividades auxiliares a la intermediación financiera y actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler’. Por otro lado, y dado el coeficiente negativo de todas las *dummies* en la regresión, las empresas más propensas a ser frágiles pertenecen al sector ‘enseñanza, servicios de salud y otros servicios’ (*dummy* de control).

El análisis marginal de las razones financieras del modelo 2 permitió afirmar que una empresa con indicadores de rentabilidad y endeudamiento similares a los del promedio, no debería presentar ningún signo de fragilidad, sin importar su nivel de liquidez. Sin embargo, una vez se deteriora alguno de estos dos indicadores la liquidez va cobrando mayor importancia a la hora de determinar fragilidad empresarial.

5.2 Marco Demográfico

5.2.1 Población objetivo. El siguiente cuadro, muestra el total de empresas del departamento de Risaralda, por año, que reportaron sus estados financieros a la Superintendencia de Sociedades, del total de empresas que se indica en la tabla, dos mil novecientos noventa y ocho (2.998) empresas presentaron el reporte conforme a la norma establecida.

Tabla 1. Reporte flujo de efectivo de Sirem.

Año	Risaralda
2002	110
2003	136
2004	158
2005	328
2006	363
2007	346
2008	350
2009	402
2010	397
2011	408
Total	2.998

Fuente: Los autores.

De acuerdo a la población objetivo requerida en el presente trabajo, son las empresas que reportaron los flujos de efectivo de forma continua durante el período comprendido entre los años 2002-2011 para el departamento de Risaralda ante la Superintendencia de Sociedades (Supersociedades). De acuerdo a lo anterior, las empresas que cumplen con este requisito son las siguientes:

Tabla 2. Listado de las empresas.

NIT	Razón social
891411211	Cadena Centrales Limitada
891410994	Drolicores Ltda.
891409769	Inversiones Radio & Partes Ltda.
891409291	Eve Distribuciones S.A.
891409215	Autos de Risaralda S.A.
891409156	Equipos Técnicos Ltda. CQR Equitec CQR
891409006	Germán Gaviria S. & Cía. Ltda. Distrimotos
891408316	Unicamperos Ltda.
891408161	Lubrillantas Ltda. (en acuerdo de reestructuración)
891407965	Tulio Henao & Cía. Ltda.
891407964	Distribuidora Grancolombiana Ltda.
891407961	Morales Monsalve Hermanos Ltda.
891401416	Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A.
891400924	Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda.
891400005	Alcides Arévalo V. & Cía. Ltda.
890800100	Caldas Motor S.A.
816004998	Comercializadora Santander S.A.
816001182	Audifarma S.A.
800182800	Dromayor Pereira S.A.
800180748	Casa del Bombillo N° 3 Ltda.
800135342	Lagobo Distribuciones Ltda.
800051817	Automotora de Occidente S.A.
800048518	Carmona & Álvarez Cía. Ltda.
800030594	Prodex S.A.
800025839	Villegas & Cía. SCS
800015379	Ferretería Tama S.A.

Fuente: Los autores.

Se obtuvo una muestra para la elaboración del presente trabajo de 26 empresas del sector comercial del departamento de Risaralda. 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 del departamento de Risaralda.

5.3 Marco Legal

Actualmente la legislación colombiana no exige para las empresas de carácter privado y con ánimo de lucro presentar ante la Superintendencia de Industria y Comercio o la Superintendencia de Sociedades la presentación de un análisis a los estados para verificar su liquidez, rentabilidad o su endeudamiento y 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, pero este requerimiento no se realiza para un análisis profundo de cada empresa, más bien para determinar algunas variables sectoriales como los son el nivel de activos, el nivel de endeudamiento y las ganancias del período, como también para determinar la clasificación de pequeña, mediana o gran empresa.

En el sistema financiero Colombiano ocurre totalmente lo contrario, allí hay un seguimiento permanente a las cifras del sector y de las organizaciones en forma particular a través de la superintendencia financiera, pero esto se debe 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.

6. Diseño Metodológico

6.1 Tipo de Estudio

Esta investigación será de carácter documental, 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 Risaralda, desempleo, tasa de interés, DTF e IGBC, identificando año por año los incrementos o disminuciones que puedan presentar los flujos de efectivo y su relación de éstos con el comportamiento de la economía para los mismos períodos. Estas correlaciones pueden ser de tipo positiva o negativa, será de tipo positiva, en la medida que se incrementen los flujos de efectivo y de la misma forma lo hagan las variables macroeconómicas objeto de estudio y será de tipo negativo en la medida que presenten diferentes comportamientos, es decir, que los flujos de efectivo se incrementen y las variables macroeconómicas objeto de estudio disminuyan o viceversa. 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 y Dane, entre otras.

En la medida 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.

6.2 Fases de la Investigación

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

- Acceso a los flujos de efectivo de operación, financiación e inversión de las empresas del sector comercial del departamento de Risaralda, información suministrada por la Superintendencia de Sociedades, la cual contiene los datos para la recolección de la información necesaria.

- 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

- Organizar los flujos de efectivo y de los estados financieros de las empresas de Risaralda sector comercio para el 2002-2011.

- Encontrar las empresa que reportan de forma continua los estados financieros y los flujos de efectivo.

- Segmentar las empresas del sector comercial.

- Depurar las cuentas de flujos de efectivo de financiación, inversión, operación, y flujo de efectivo total, para cada empresa que reporta de forma continua.

- Elaborar las gráficas de cada empresa del sector comercio.

- Obtener las series de tiempo de las variables macroeconómicas de Risaralda, PIB de Risaralda, 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 y Corfinsura, entre otras.

- Graficar y analizar el comportamiento de las variables macroeconómicas y variable financiera.

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

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

- Graficar cada empresa, la utilidad y rentabilidad del activo.

- Organizar los flujos de efectivo, variables macroeconómicas y variable financiera, para realizar la correlación.

- Analizar el resultado de la correlación.

- Analizar la rentabilidad del activo y de las utilidades operativas de las empresas de Risaralda del sector comercio que reportaron continuamente a las Supersociedades.

- Conclusiones y recomendaciones.

6.3 Población

De acuerdo a la población objeto de estudio la muestra requerida en el presente trabajo son las empresas del sector comercio que reportaron los estados financieros y los flujos de efectivo de forma Continura, durante el período comprendido entre el 2002 y el 2011 para Risaralda 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.

7. Desarrollo de la Investigación

7.1 Análisis de Variables Macroeconómicas

7.1.1 Índice general de la bolsa de valores de Colombia (IGBC). 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. 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, www.bvc.com.co).

En la la tabla 3 se muestra la evolución del IGBC durante el período 2002-2011. En el mismo, es importante destacar que el IGBC, nace a partir de la creación de la Bolsa de Valores de Colombia el 3 de julio de 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 (Bolsa de valores. Información suministrada por la Bolsa de Valores vía correo electrónico en julio de 2011).

En lo sucesivo, es decir, a partir del año 2002 el índice empezó a tener crecimientos significativos al terminar el 31 de diciembre de 2003 con un incremento del 45.07%; para el año 2004 con el 86.22% y para el año 2005 cerró la vigencia con un

crecimiento del 115.80% con respecto al año inmediatamente anterior. En el año 2011 observamos una disminución en su crecimiento con el (18,27)% debido al principal detonante de la caída mundial de los mercados fue el pronunciamiento del presidente del Banco Central Europeo (BCE), Jean-Claude Trichet, que reconoció una desaceleración de la economía y anunció medidas para evitar que la crisis de la deuda arrastre a Italia y España y llegue al corazón de la Eurozona (Portafolio, <http://www.portafolio.co/economia/bolsa-colombia-registra-su-peor-caida-del-ano>). Sumado al nerviosismo que vive la deuda de Estados Unidos y la caída de las principales bolsas del mundo. Este impacto ocasiono que la economía emergente como la de Colombia sufriera un impacto por el nerviosismo que se vive en las bolsas y mercados internacionales.

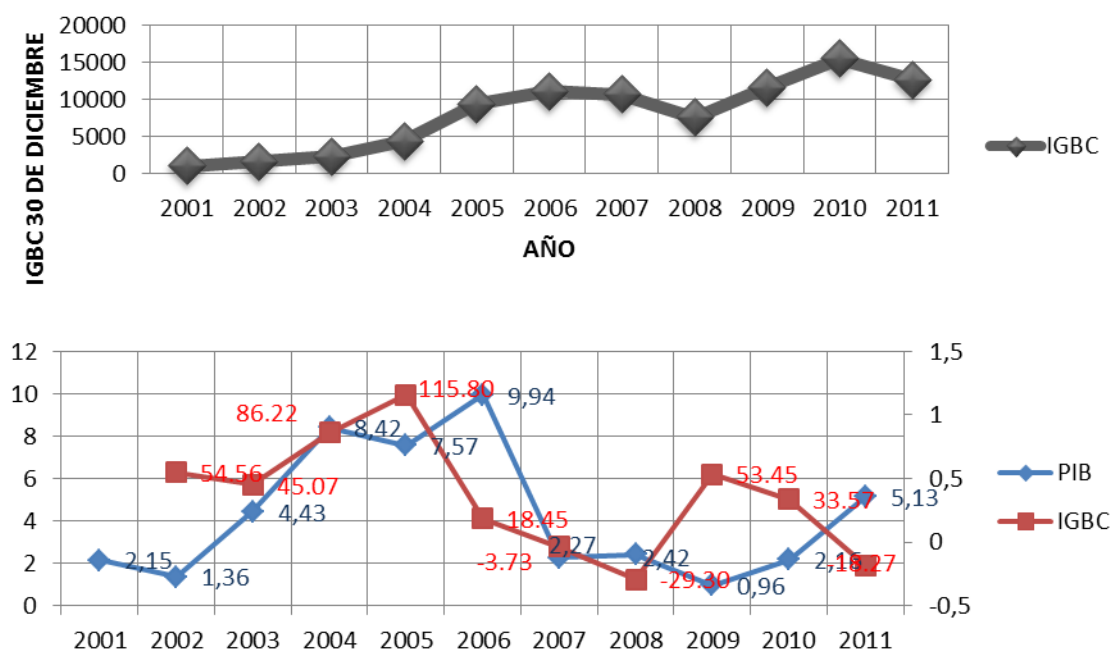
Tabla 3. El cambio porcentual del IGBC anual.

Año	Valor a dic 31	Variación absoluta	Variación anual
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	1.730,67	18,45
2007	10.694,18	(424,76)	(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
2011	12.665,71	(2.831,06)	(18,27)

Fuente: Bolsa de Valores.

Conforme al análisis realizado por ANIF (Asociación Nacional de Instituciones Financieras, Bogotá, 2005), se observa que la gráfica superpone el cambio porcentual del

IGBC anual frente al crecimiento del PIB en Colombia la correlación visual es alta demostrando una idea básica, de que mientras el ciclo económico dure, tendremos una tendencia alcista en las acciones.



Fuente: Bolsa de Valores.

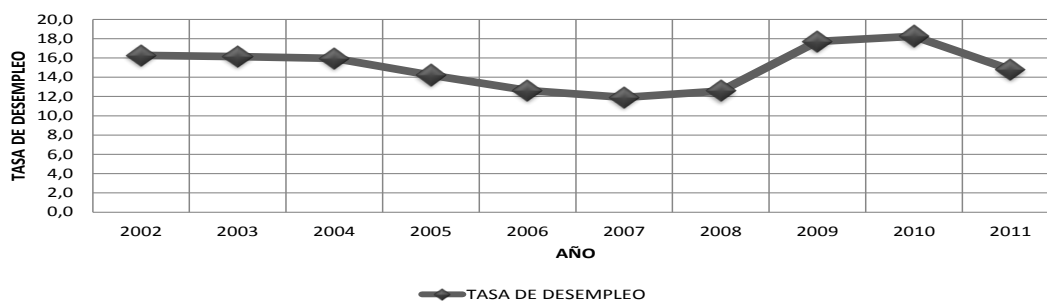
Figura 2. Cambio porcentual IGBC anual frente al crecimiento PIB en Colombia.

Durante el ciclo 2002-2006, los crecimientos máximos y mínimos del PIB (Producto Interno Bruto) fueron respectivamente 8.42% en el 2004 y 9.94% en el 2006. Durante este periodo el peor comportamiento del IGBC fue del 18.45% en el 2006 (finalizando el ciclo) y el mejor comportamiento en el 2005 en donde creció 115.8%, cifras que se asemejan a los cálculos propios realizados por los investigadores del presente trabajo.

Luego, se dio una caída del índice mostrando descensos hasta del 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.

Posteriormente para el cierre de los años 2009 y 2010, se dieron nuevos repuntes y avances positivos en el índice general de la bolsa de valores, tal como se observa en el cuadro, dado por la credibilidad y la confianza en el crecimiento de la economía para estos periodos, acompañado, además, por el cambio en el mandato presidencial en nuestro país.

7.1.2 Mercado Laboral – Risaralda 2002-2011



Fuente: DANE

Figura 3. Tasa de Desempleo. Mercado Laboral, Risaralda 2002-2011.

Tabla 4. Tasa de desempleo 2002-2011.

Años	Tasa
2002	16,5
2003	16,1
2004	16,0
2005	14,2
2006	12,6
2007	11,9
2008	12,6
2009	17,7
2010	18,3
2011	14,8

Fuente: DANE

Como lo evidencia el Informe de Coyuntura Regional de Risaralda año primer trimestre 2002, la tasa de desempleo para el conjunto Pereira, Dosquebradas y La Virginia, se ubicó en 19.6%, inferior a la registrada en igual período del año anterior que fue del 20.7%. Según información suministrada por la Cámara de Comercio de Pereira, la inversión neta de sociedades durante el primer trimestre del año 2002 registró un valor negativo por \$17.478 millones, debido principalmente a la liquidación de una sociedad del sector de establecimientos financieros, seguros y finanzas en el mes de febrero del presente año. Aunque se registraron valores positivos en la constitución de sociedades de sectores como la construcción, el comercio y los servicios, así como en las reformas de capital de la industria, el comercio y el transporte, el balance de la inversión neta en el trimestre de análisis en Pereira fue negativo, debido al valor de liquidación de la sociedad del sector de establecimientos financieros, antes señalada Risaralda, con el 16.5% de desempleo en 2002, se ubicó 1.0 puntos porcentuales por encima de la registrada a nivel nacional.

De acuerdo con resultados de la Encuesta Continua de Hogares, realizada por el DANE, la tasa de desempleo para el conjunto urbano Pereira-Dosquebradas-La Virginia entre abril y junio de 2003 fue del 18.6%, ubicándose 0.9 puntos porcentuales por encima de la registrada en el segundo trimestre de 2002. Por su parte, en las trece principales áreas metropolitanas existentes en el país, el nivel de desempleo pasó de 17.9% a 17.2% entre ambos períodos analizados, donde Pereira-Dosquebradas-La Virginia, para el segundo trimestre de 2003, como antes se anotó, presenta la tasa más alta, después de Ibagué, 24.3%, correspondiéndole a Villavicencio, la menor tasa, 14.5%. Esto se debió al decrecimiento que tuvo los sectores agropecuarios y transporte durante el primer semestre del año. Los sectores de industria, comercio, construcción, seguros y servicios se destacaron al presentar crecimientos (Informe de Coyuntura Económica Regional, 2002)

Para el segundo semestre del año 2003, en el conjunto urbano Pereira, Dosquebradas y La Virginia en el período octubre-diciembre de 2003 se situó en 16.3%, superior a la presentada en similar período de 2002 cuando cerró en 15.7%, pero inferior a los registros de los tres primeros trimestres del presente año. Lo anterior se vio reflejado en el número de ocupados, que en términos absolutos aumentó en 14.000 personas frente a octubre-diciembre del año anterior y en 17.000 si se comparan con julio-septiembre de 2003.

Para la vigencia 2004, se evidencia un mejoramiento en los indicadores de empleo a nivel nacional y urbano, según la encuesta continua de hogares del DANE (ECH) en junio de 2004 la tasa de desempleo en el total nacional se situó en 14.1%, análoga a la

registrada en igual período de 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 15.3% en julio. En los mismos meses de 2003 registraron tasas de 16.9% y 17.8% (Informe de Coyuntura Económica Regional, 2004)

La tasa de desempleo para el conjunto Pereira, Dosquebradas y La Virginia para el primer semestre del la tasa de desempleo ha disminuido 2.2 puntos porcentuales (pp) entre junio de 2004 y junio de 2005. Esto es efecto por mayor demanda de trabajo. Para el segundo semestre del 2005, la tasa de desempleo en el conjunto urbano Pereira-Dosquebradas-La Virginia durante el cuarto trimestre de 2005 alcanzó el 13,8%, mientras que para el mismo período de 2004 fue de 15,5% (Informe de Coyuntura Económica Regional, 2005)

En cuanto a la tasa de desempleo en el conjunto urbano Pereira-Dosquebradas-La Virginia, durante el segundo trimestre de 2006 alcanzó el 13,26%, mientras que para el mismo período de 2005 fue de 16,22%. Tal comportamiento del mercado laboral estuvo relacionado con el nivel de la tasa global de participación, la cual, prácticamente no presentó variación, entre ambos trimestres analizados, al pasar de 60,91% a 60,76%, y la tasa de ocupación que mostró un ascenso de 1,67 puntos porcentuales y un incremento en el número de ocupados de 5,62% al pasar de 262 mil a 276 mil, en donde las ramas de actividad con mayor generación de empleo, fueron: comercio, restaurantes y hoteles, con un incremento en su participación, al pasar de 31,45% a 32,64%, aumentando en cerca de

8.000 empleos, construcción que subió su participación de 6,49% a 7,86% y la industria manufacturera de 18,43% a 19,13%, generando conjuntamente 10.000 empleos, mientras que transporte, almacenamiento y comunicaciones pasó de 7,73% a 8,20%, aumentando en cerca de 3.000 empleos (Informe de Coyuntura Económica Regional, 2006)

En lo que respecta al 2007 se evidencia un buen comportamiento de la economía, ya que se reflejó en los indicadores laborales, puesto que la tasa de desempleo del año 2006 fue del 14,4% mientras para el año 2007 se ubicó en 13,6%. La tasa de ocupación fue del 49,4% y el número de ocupados en Pereira, Dosquebradas y La Virginia corresponde a 276.000.

En el Área Metropolitana de Pereira-Dosquebradas-La Virginia la tasa de desempleo en el año 2008 fue de 13,8%, registrándose un incremento de 0,3 puntos porcentuales en relación al 2007; en el mismo período la tasa de ocupación reflejó un incremento de 0,5 puntos, al pasar de 50,2% en 2007 a 50,7% en 2008, ubicados principalmente en el comercio, restaurantes y hoteles (32,08%), seguido de servicios comunales, sociales y personales (22,08%), industria manufacturera (17,50%) y tanto construcción como actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, que registraron el mismo porcentaje (7,50%). Por su parte, la tasa de subempleo registró una disminución de 2,4 puntos porcentuales (Informe de Coyuntura Económica Regional, 2008).

En el año 2009, la tasa de desempleo en el área metropolitana de Pereira-Dosquebradas-La Virginia fue de 20,4%, al registrar un incremento de 6,6 puntos porcentuales en relación a 2008, en el mismo período la tasa de ocupación reflejó una

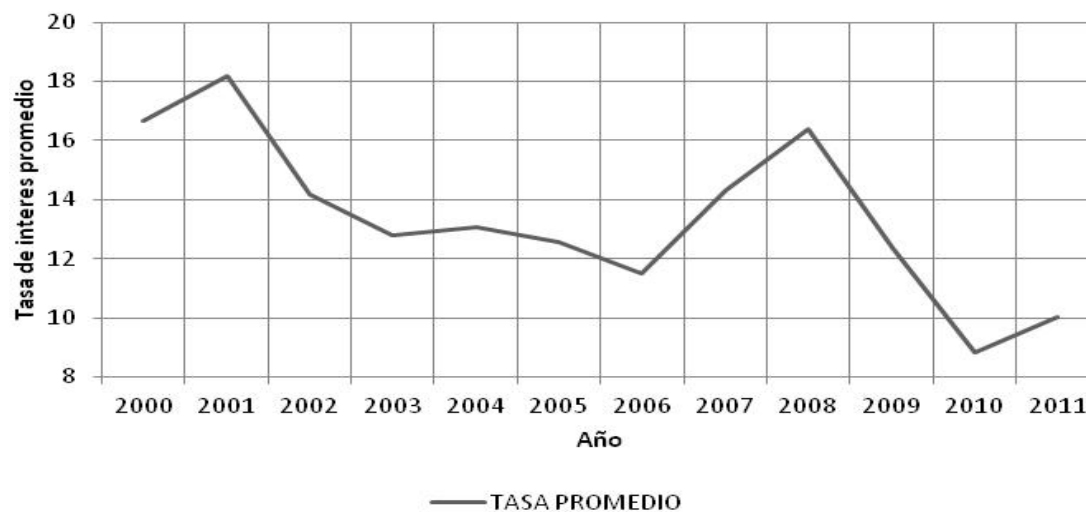
disminución de 0,6 puntos porcentuales, pasó de 50,7% en 2008 a 50,1% en 2009, ubicados principalmente en el comercio, restaurantes y hoteles (32,5%), seguido de servicios comunales, sociales y personales (20,4%), industria manufacturera (17,5%), actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (9,2%) y transporte, almacenamiento y comunicaciones (8,3%). La tasa de subempleo registró una disminución de 0,9 pp con respecto a 2008, cuando se situó en 24,3% (Informe de Coyuntura Económica Regional, 2009)

Durante 2010 la tasa de desempleo en el área metropolitana de Pereira-Dosquebradas-La Virginia fue de 20,6%, cifra que representa un incremento de 0,2 puntos porcentuales en relación con 2009, esto es, 8,1 puntos porcentuales por encima con respecto al promedio de las 24 ciudades (12,5%), la tasa de desempleo más alta del país. La tasa de ocupación reflejó un incremento de 1,1 puntos porcentuales; es decir, paso de 50,1% en 2009 a 51,2% en 2010. La población ocupada creció entre 2009 y 2010 en 8.000 personas, convirtiéndose el sector comercio, restaurantes y hoteles como el mayor generador de empleo en 2010, seguido de servicios comunales, sociales y personales y de industria manufacturera. Los sectores que más crecieron en la generación de empleo fueron servicios comunales, sociales y personales con 6.000 personas, seguido de comercio, restaurantes y hoteles, y transporte, almacenamiento y comunicaciones (con 3.000 y 2.000 personas, respectivamente); por su parte, la construcción decreció en 3.000 personas (Informe de Coyuntura Económica Regional, 2010).

En el área metropolitana de Pereira-Dosquebradas-La Virginia se registró durante 2011 desempleo de 16,8%, cifra que presentó una disminución de 3,8 puntos

porcentuales frente al registro de 2010, cuando alcanzó una tasa de 20,6%, ubicándose por encima 5,2 puntos porcentuales con respecto al promedio de las 24 ciudades, pero por debajo de Quibdó, Popayán, Armenia e Ibagué. El descenso en la tasa de desocupación registrada en Pereira-Dosquebradas-La Virginia se debió a la notable disminución en la cantidad de personas desocupadas respecto al aumento en el número de personas económicamente activas en 2011, con relación al comportamiento exhibido en 2010. En 2011, los desocupados disminuyeron 15,0% (al pasar de 64 mil a 54 mil personas), frente a 3,9% de incremento de la fuerza laboral (pasó de 312 mil a 324 mil personas). La tasa de ocupación mostró un incremento de 3,9 puntos porcentuales, pasó de 51,2% en 2010 a 55,1% en 2011. La población ocupada evidenció un significativo incremento entre 2010 y 2011 (creció en 22 mil personas), convirtiéndose el sector comercio, restaurantes y hoteles como el mayor generador de empleo en el 2011, seguido de servicios comunales, sociales y personales y de industria manufacturera. El sector que más creció en la generación de empleo en el área metropolitana de Pereira-Dosquebradas-La Virginia fue comercio, restaurantes y hoteles con 13 mil personas, seguido de industria manufacturera con cuatro mil personas (Informe de Coyuntura Económica Regional, 2011).

7.1.3 Comportamiento de las Tasas de Interés Año 2002 – 2011



Fuente: DANE

Figura 4. Tasa de Colocación Promedio, 2000-2011.

Tabla 5. Comportamiento de las Tasas de Interés Año 2002 – 2011.

Año	Tasa promedio
2000	16,65
2001	18,20
2002	14,16
2003	12,81
2004	13,06
2005	12,58
2006	11,52
2007	14,31
2008	16,38
2009	12,40
2010	8,82
2011	10,01

Fuente: DANE

Con la Constitución Nacional del año 1991 se dio uno de los grandes cambios a las políticas económicas del manejo de estas variables en el país y una de las grandes decisiones allí tomadas es el manejo autónomo que se le dio al Banco de la República para manejar y controlar el nivel de inflación en Colombia, siendo la 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 como hay 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.

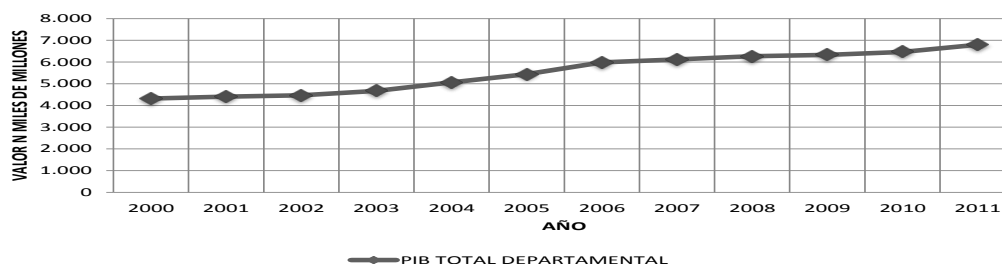
La inflación en Colombia y en la región ha venido disminuyendo paulatinamente durante este periodo, debido básicamente a esta política constitucional donde el banco central es el encargado del manejo de esta variable. El único incremento que se ha dado de forma brusca fue durante el año 2008, donde la inflación se incrementó al 7,67% con respecto al 5,69% del año inmediatamente anterior, debido principalmente a que a finales del año 2006 y durante el año 2007 se generó un exceso de gasto agregado en el país lo que ocasiona este cambio de tendencia, el cual se corrige nuevamente en el año 2009, donde la inflación llegó al 2%.

Las tasas de interés durante el año 2008 tuvieron un comportamiento similar, donde la tasa durante el año 2007 ascendió al 14,3% y durante el año 2008 ésta 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 más bien que de forma contraria en la medida 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, ya que las tasas de interés son una de las principales variables para la toma de este tipo de decisiones. En este estudio se analizará en el flujo de caja de financiación si hay correlación alguna entre las tasas de interés y este flujo y determinar si las decisiones de los empresarios del departamento de Risaralda son acordes con el comportamiento de la economía o de forma contraria son atípicas al comportamiento de estas variables macroeconómicas.

7.1.4 Comportamiento del PIB Risaralda período 2002-2011



Fuente: Banco de la República.

Figura 5. PIB departamental Risaralda 2000-2011.

Tabla 6. PIB departamental.

Años	PIB total departamental	PIB Colombia	Crecimiento
2000	4.317	284.768	0
2001	4.410	289.541	2,15%
2002	4.470	296.789	1,36%
2003	4.668	308.418	4,43%
2004	5.061	324.866	8,42%
2005	5.444	340.156	7,57%
2006	5.985	362.938	9,94%
2007	6.121	387.983	2,27%
2008	6.269	401.744	2,42%
2009	6.329	408.379	0,96%
2010	6.466	424.719	2,16%
2011	6.798	449.837	5,13%

Fuente: Banco de la República.

El PIB del departamento actual se destaca por las grandes ramas de actividad económica, se destacan establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas con el 18,8%; seguidos de actividades de servicios sociales, comunales y personales (18,4%); industria manufacturera (13,7%); comercio, reparación, restaurantes y hoteles (11,8%); agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (9,7%); construcción (8,6%); transporte, almacenamiento y comunicaciones (7,6%); electricidad, gas y agua (3,0%), y explotación de minas y canteras (0,8%) (Informe de Coyuntura Económica Regional, 2011).

"En una superficie que corresponde al 0,36% del territorio colombiano, Risaralda genera el 1,77% del PIB nacional" (Agenda Interna Para La Productividad y Competitividad; 2007; p. 17). Su posición en el PIB nacional desde el 2002 hasta el 2011

se encuentra en los lugares 15, 16 y 17 (Indicadores de Impacto, Departamento Nacional de Planeación).

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

7.1.5 Comportamiento de la DTF período 2002-2011

Tabla 7. Comportamiento de la DTF, período 2002-2011.

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	-33,1	3,38	-3,14	-19	10,18	33,28	12,9	-58,15	-11,48	30,55
Promedio año	9	7,8	7,8	7,1	6,3	8	9,7	6,3	3,7	4

Fuente: Banco de la República.

El período 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's, 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 fluctuará 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.

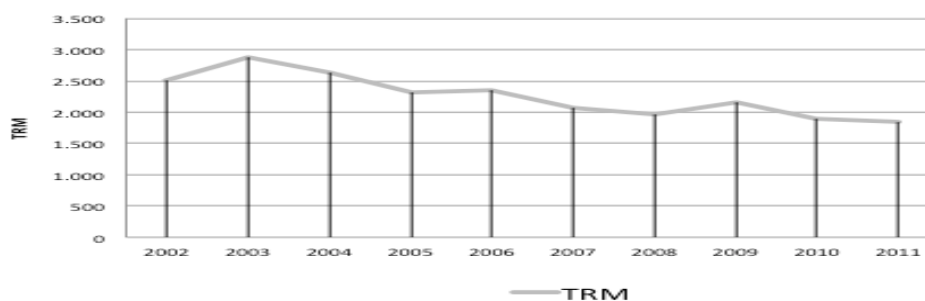
De la observación de la evolución de la DTF real en los últimos 15 años vale la pena llamar la atención sobre dos hechos: la ocurrencia de una DTF real negativa entre abril y septiembre de 1992 (única ocasión en el período analizado) y un incremento de la volatilidad de la DTF real desde 1994.

7.1.6 Tasa representativa del mercado (TRM) 2002-2011

Tabla 8. Tasa Representativa del Mercado (TRM) 2002-2011.

Año	TRM (promedio anual)	Variación
2002	\$2.506,55	
2003	\$2.875,91	14,7%
2004	\$2.628,47	-8,6%
2005	\$2.321,49	-11,7%
2006	\$2.358,96	1,6%
2007	\$2.076,24	-12,0%
2008	\$1.967,11	-5,3%
2009	\$2.153,30	9,5%
2010	\$1.898,68	-11,8%
2011	\$1.846,97	-2,7%

Fuente: Banco de la República.



Fuente: Banco de la República.

Figura 6. Tasa Representativa del Mercado (TRM) 2002-2011.

La tasa de cambio representativa del mercado (TRM) es la cantidad de pesos colombianos por un dólar de los Estados Unidos (antes del 27 de noviembre de 1991 la tasa de cambio del mercado colombiano estaba dada por el valor de un certificado de cambio). La TRM se calcula con base en las operaciones de compra y venta de divisas entre intermediarios financieros que transan en el mercado cambiario colombiano, con cumplimiento el mismo día cuando se realiza la negociación de las divisas. Actualmente la Superintendencia Financiera de Colombia es la que calcula y certifica diariamente la TRM con base en las operaciones registradas el día hábil inmediatamente anterior. (Banco de la República, 2011. Tasa representativa del mercado. En línea: <http://www.banrep.gov.co/es/trm>).

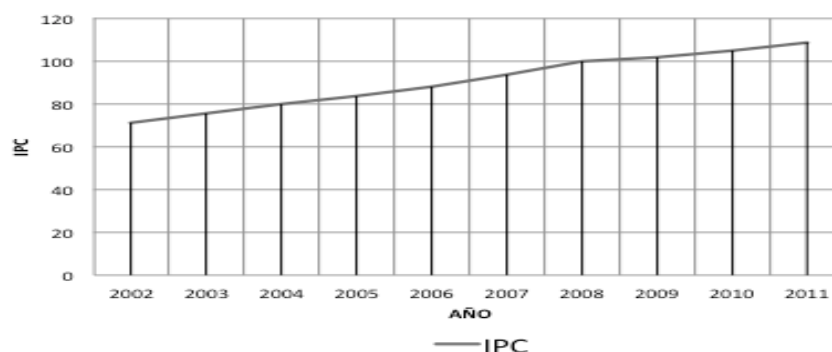
Del 2002 a 2003 hay una devaluación de la moneda que le conviene hay país recibe mayor pesos por un dólar, del 2004 en adelante la moneda se revalúa considerablemente., que ha perjudicado a los exportadores les ha bajado competitividad porque han disminuido las ganancias.

7.1.7 Índice de precios al consumidor

Tabla 9. Índice de precios al consumidor (IPC) 2002-2011.

Año	IPC	Variación
2002	70,98	6,68
2003	75,75	6,71
2004	79,94	5,53
2005	83,51	4,46
2006	88,19	5,60
2007	93,28	5,77
2008	100,00	7,20
2009	101,67	1,77
2010	104,66	2,84
2011	108,57	3,74

Fuente: DANE.



Fuente: DANE.

Figura 7. Índice de precios al consumidor (IPC) 2002-2011.

El índice de precios al consumidor (IPC) mide la evolución del costo promedio de una canasta de bienes y servicios representativa del consumo final de los hogares, expresado en relación con un período base. La variación porcentual del IPC entre dos periodos de tiempo representa la inflación observada en dicho lapso. El cálculo del IPC para Colombia se hace mensualmente en el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE. Índice de precio al consumidor. 2011. En línea: <http://www.banrep.gov.co/es/ipc>).

El gobierno ha realizado varias estrategias para controlar el IPC en este momento están en tendencia descendente, mejorando las tasas de interés, la productividad, precios más equitativos y competitivos para los consumidores.

7.2 Análisis del Sector Comercial

En el panorama económico del año 2011, en lo que concierne a construcción y comercio exterior fueron los sectores que dinamizaron la economía del Eje Cafetero

durante el primer trimestre. La construcción se ve fortalecida en el segmento de vivienda, con crecimientos del 79%, factores que favorecieron a la recuperación de los indicadores laborales, en Pereira la tasa pasó de 22% a 19%. Con las cifras anteriores, se estimuló el consumo de los hogares dando un buen resultado en el comercio interno, donde sobresalen la venta de vehículos nuevos en un 56.3%, factores que se debieron a variables como bajos precios, favorables condiciones de financiación y una confianza en los consumidores (materializada en el deseo de endeudarse).

En cuanto al comercio externo se refiere, también se demostró un panorama de mejor perspectiva de las exportaciones, jalonadas tradicionalmente por el café donde crecieron en un 93.5%, donde Risaralda fue el de mayor aporte con un 47.41%.

En el tema de transporte terrestre, no se aportó un panorama favorable, ya que por culpa del invierno no se vio una tasa en crecimiento, ya que como reflejo del invierno en los estados de las vías, impidieron el transporte de personas y la disposición de los viajeros a transportarse por dicho medio.

En cuanto a las captaciones, que consisten en el proceso mediante el cual el sistema financiero recoge recursos del público ahorrador y los utiliza como fuente del mercado financiero, la información obtenida de la Superintendencia Financiera de Colombia, el saldo en la información del Eje Cafetero corresponde al \$3.9 billones, cifra superior en un 5% al año anterior, donde Risaralda tiene la participación del 40.74%.

En cuanto al transporte aéreo, por cifras de la aeronáutica civil, en lo corrido del primer trimestre del 2011, se tuvo un crecimiento del 9,1% respecto al igual lapso del año anterior. En el Eje Cafetero donde se evidenció un flujo mayor de pasajeros, fue en el aeropuerto Matecaña de Pereira con un 19,7% y en personas estamos hablando de 139 mil usuarios, es decir un 64,27% del total de la región.

En cuanto a los indicadores turísticos de la región Eje Cafetero, se evidencia un crecimiento de 3,1 puntos porcentuales en la ocupación hotelera conforme al año anterior por las mismas fechas, siendo en año 2010 del 36,2 a 39,3 en el 2011.

En cuanto al mercado laboral, Pereira presentó resultados positivos, al reducir su tasa de desempleo del 22,0% al 19,1%.

Las remesas en Pereira tuvieron una disminución por el orden del 13,4%, por debajo de lo registrado en el 2010.

El panorama 2010 en su tercer trimestre en cuanto al comercio interno, mostró un balance positivo puesto que los descuentos y campañas promocionales incentivaron la adquisición de bienes y servicios en Pereira, este factor también influenció a las ciudades cercanas a realizar las compras en la capital risaraldense. El comercio de vehículos continuó observando una importante dinámica respecto al año anterior. En Pereira aumentó en un 51,7% al comercializar 1.795 unidades, liderando así el mercado automotriz cafetero. Estos buenos síntomas del mercado automotor es propiciado por las facilidades en el 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 el sector financiero en cuanto a las captaciones, el Eje Cafetero contabilizó \$3,8 billones de pesos. Este avance fue propiciado por el buen comportamiento registrado en la cuenta corriente y en los depósitos de ahorro que crecieron en un 22,1% y 14,8% en su orden. Al observar el desempeño por departamentos, se puede apreciar que Risaralda a septiembre de 2010 tuvo la mejor evolución, con un incremento del 15,3% en el total de sus captaciones respecto al mismo período del año anterior, alcanzando \$1,6 billones; este resultado fue inducido por la buena dinámica de todos los rubros a excepción de los certificados de ahorro en valor real que registraron un descenso del 0,9%. Los incrementos más altos se observaron en la cuenta corriente y en los depósitos de ahorro con 24,5% y 20,1%, respectivamente, mientras que los CDT aumentaron 4,6%, y las cuentas de ahorro especial sólo 1,6%.

En cuanto al transporte terrestre Pereira registró un descenso del 2,3%, debido a la importante dinámica que han ganado las aerolíneas que ofrecen bajas tarifas, el deficiente estado de las carreteras y el tema de seguridad.

En cuanto al transporte aéreo el Eje Cafetero durante el periodo enero-septiembre de 2010 evidenció un crecimiento del 18,3% respecto al mismo período 2009, lo que en términos significó 152 mil personas que se trasladaron más por vía aérea. Según la

Asociación de Transporte Aéreo en Colombia (ATAC), la mayor oferta y la notable reducción en las tarifas de los tiquetes, siguen siendo las principales causas de la importante dinámica en la movilización. Si es por Aeropuerto, el Matecaña de Pereira registró el aumento más significativo en el flujo de pasajeros 27,7% y adicionalmente con mayor volumen con un total de 375 mil usuarios, es decir, 61,48% del total en la región.

En cuanto al turismo, el Eje Cafetero en el período de análisis, se registró una leve mejoría en la ocupación, representada en la ocupación de Pereira y Armenia. Especialmente, durante los meses de agosto y septiembre, en dicho sentido, según datos de Cotelco capítulo Risaralda, sobresalió el noveno mes al incrementar su resultado en 6,6 puntos porcentuales, pasando de 47,4% en 2009 a 54,0% en 2010; de igual manera, hoteleros consultados en Pereira señalaron que la demanda de habitaciones aumentó gracias a una serie de eventos realizados en la ciudad. De acuerdo con algunos hoteleros de la región, la temporada de vacaciones y navidad, así como la reactivación del mercado externo con Venezuela, hacen mantener expectativas positivas para los próximos meses, ya que estimulan el ingreso de turistas, familiares, proveedores, técnicos y demás profesionales de la industria; sin embargo, el aumento de las lluvias y su posible persistencia en los próximos meses preocupan considerablemente a este sector.

En cuanto al mercado laboral Pereira registró una tasa menor en el 2,6 al ubicarse en un 20,5%. Las capitales del Eje Cafetero continuaron estando dentro de las cinco primeras ciudades del país con mayor desempleo, con Pereira en primer lugar.

El comportamiento de la economía en el Eje Cafetero durante el cierre del año 2009, encontramos varios acontecimientos, la producción de café disminuyó en un 33,1% y los niveles de desempleo aumentaron, el más preocupante es el de Pereira que continua como la ciudad de mayor desempleo con un 23,1%. Se sigue observando una baja demanda tanto interna como externa lo que impacta en una menor inflación, así en algunos meses del tercer trimestre, Armenia, Manizales y Pereira mostraron variaciones negativas, lo que contribuyó a una inflación corrida a septiembre de 1,59%, 1,68% y 2,06% respectivamente.

Pereira, aunque evidenció en septiembre un incremento de 0,18% en el IPC, su acumulado, 2,06% está por debajo del promedio nacional. En su caso, el efecto más predominante fue la disminución del IPC en los rubros de panadería, legumbres, lácteos y vestuario.

En el mercado laboral se evidencia un deterioro en la región cafetera, Pereira con un 23,1% se ubica como la ciudad más alta en el país. Lo anterior influyó en gran medida en el nivel de desempleo, ya que el número de ocupados no presentó mayores variaciones, efecto de las menores remesas recibidas por las familias, que al ver disminuidas sus ingresos por este concepto se ven en la obligación de ingresar al mercado laboral.

El saldo en las captaciones financieras de la región cafetera en el 2009 se totalizó en \$3,5 billones de pesos, 2,6% por encima del registrado en el año 2008. Este comportamiento se explicó, especialmente, al poco crecimiento, 1,4%, evidenciado por

los depósitos de ahorro y los certificados de depósito a término (CDT) que en conjunto explicaron el 82,0% del total captado en la región. En cuanto a Risaralda, contabilizó un total de \$1.385.165 millones, representando el 39,90% de los ahorros del Eje Cafetero, con un aumento en el saldo de 2,9%, pues tanto los CDT como los depósitos de ahorro evidenciaron una baja dinámica con aumentos de 1,1% y 3,3%, en su orden.

En cuanto al comercio exterior de Risaralda, las exportaciones observaron una caída de 1,8%, al cifrar US\$339.9 millones que representaron el 36,34% del Eje Cafetero. Por componentes se presentan comportamientos diferentes, por un lado, las tradicionales, que participaron con el 59,05%, evidenciaron una disminución de 11,6%, mientras que las no tradicionales, con una contribución de 40,95%, mostraron un incremento de 17,0%.

En cuanto a la construcción por departamentos, Caldas y Risaralda registraron entre el tercer trimestre de 2008 y el similar de 2009, disminuciones de 56,3% y 30,1%, en su orden; sin embargo, se puede decir que presenta recuperación, si se tiene en cuenta que estas variaciones negativas son inferiores a las observadas en el segundo trimestre de este año.

En el panorama económico en el año 2008, el pronóstico de la cosecha cafetera presentó disminuciones del 10,7% consecuencias principalmente por la ola invernal y los altos costos de producción.

Por su parte, en Manizales y Pereira (la encuesta no aplica en Armenia) la variación del IPC en el trimestre julio-septiembre de 2008 se situó en 0,50% y 0,59%,

respectivamente, superior a los registros presentados en igual período de 2007; similar tendencia observó la variación en año corrido, al ubicarse en 5,48% y 5,24% en Manizales y Pereira, en su orden. Cabe señalar que estas variaciones son inferiores a las del total nacional.

En el mercado laboral, la capital de Risaralda se mantuvo estable en 13,4%. Si se compara la tasa de desempleo reportada en el total de las trece ciudades y áreas metropolitanas, 11,5%.

En la actividad financiera, Eje Cafetero a septiembre de 2008 fue de \$3.4 billones, superior en 5,1% al monto del mismo mes del año precedente, lo que significó una reducción gradual del crecimiento respecto al cambio a junio de 2008 cuando se ubicó en 5,5%. Los mayores volúmenes de dinero están concentrados en certificados de depósito a término (CDT) y depósitos de ahorro que representaron el 82,9% del total, a su vez los CDTs fueron los de mayor crecimiento con el 14,1%, las demás cuentas mostraron también variaciones positivas, aunque en menor proporción. Caldas y Risaralda representaron el 85,7% del total captado en la región. Los crecimientos de los saldos son muy similares en los dos territorios, 6,4% y 6,3%, respectivamente Risaralda mostró mayores crecimientos en CDTs, 17,0%, y depósitos de ahorro, 2,3%.

En el tema de comercio exterior, Risaralda aportó el 34,8% al sumar las ventas al exterior US\$314 millones. En este caso, las exportaciones tradicionales crecen más rápido que las no tradicionales y representan el 66,9% del total del departamento.

Durante el tercer trimestre de 2008, los tres comités departamentales de cafeteros reportaron una producción conjunta de 3.7 millones de arrobas de café pergamino seco (@ cps), significando una contracción del 5,4%. Igual comportamiento se observó en año corrido, al observar una reducción del 10,7% en el pronóstico de cosecha, explicado principalmente por la intensidad de las lluvias en la zona, que perjudicó la floración de las plantaciones; a lo anterior se sumó los altos costos de producción, dando como resultado una baja rentabilidad en el sector. Por departamentos, Risaralda evidenció las mayores disminuciones, 19,9% y 16,1% en trimestre y año corrido.

En el tema de la construcción, en los meses de julio a septiembre del año en curso en el Eje Cafetero se aprobaron 440.558 metros cuadrados (m^2) para construcción lo que representó un incremento del 13,6% respecto al año anterior. Como es usual, la construcción de vivienda tiene la mayor proporción relativa con el 78,9%. Risaralda participó con el 66,4% del total de la región cafetera, al aprobarse 257.655 m^2 , cifra que prácticamente se mantuvo estable si se compara con igual período del año 2007. Lo anterior se explicó en buena medida por la contracción del 13,5% del segmento destinado a vivienda, no obstante que el área dirigida a otros destinos señaló una expansión, al pasar de 21.038 m^2 a 50.549 m^2 en 2008. En año corrido la situación es más desfavorable al evidenciar un decrecimiento del 30,4%, resultado del menor número de metros aprobados tanto para vivienda como para otros destinos.

En el panorama 2007, los problemas más relevantes son el desempleo de las ciudades de Manizales y Pereira al presentar tasas del 13,2% y 13,3% respectivamente,

menores a las registradas en el mismo período del año anterior, pero situadas dentro de las cuatro primeras ciudades con mayor volumen de desempleados.

Durante el tercer trimestre de 2007, en el Eje Cafetero se observó una menor presión inflacionaria, al presentar el IPC variaciones mensuales inferiores a las registradas en el primer semestre. Pereira evidenció en estos primeros nueve meses una disminución en el índice de 0,13 puntos porcentuales, ubicándose en 4,94%.

Las captaciones del mercado financiero en el departamento de Risaralda, reportaron al cierre del mes de septiembre de 2007 un incremento de 10,8%, al consolidar \$1.266 mil millones, es decir, se presentó una variación absoluta de \$123 mil millones. Por renglones, se observaron aumentos de 17,2%, 12,2% y 5,3% en los CDT, los depósitos en cuenta corriente y los depósitos de ahorro, respectivamente, logrando estos últimos un peso de 49,2% en el compendio de las cuentas pasivas.

En el comercio exterior las ventas externas originadas en Risaralda, registraron en valores FOB US\$260 millones y un aumento de 14,4% respecto al movimiento presentado en enero-agosto de 2006; para este departamento las exportaciones de café verde alcanzaron US\$165 millones, presentando el mayor porcentaje, 48,1%, dentro de este tipo de exportaciones en el Eje Cafetero. Por su parte, las exportaciones no tradicionales presentaron un menor crecimiento, 8,8% frente al lapso enero-agosto del año anterior.

De acuerdo con los datos suministrados por los comités departamentales de cafeteros de Caldas, Quindío y Risaralda, el pronóstico de cosecha durante el período enero-septiembre de 2007, señaló un aumento de 5,9% frente al registro del año 2006. El pronóstico de cosecha en Risaralda observó un aumento de 3,5% frente a enero-septiembre del año anterior.

El desempeño del sector cafetero durante el tercer trimestre de 2007, en los departamentos de Caldas, Quindío y Risaralda no fue el mejor, debido a varios factores entre los que se pueden mencionar la revaluación, los altos costos de los insumos y la falta de recolectores. A lo anterior se sumó la ola invernal presentada en la región en la mayor parte del año, que ha tenido efectos negativos al acelerar la tarea de recolección, aumentar el porcentaje de infestación de broca y perjudicar la floración para la cosecha de mitaca de 2008. Otro factor que ha influido en los ingresos del sector es el precio interno de la arroba de café pergamino seco (@ cps), el cual pasó de \$46.389 en el periodo enero-septiembre de 2006 a \$44.414 en similar lapso de 2007, significando una caída de 4,3%.

El comportamiento de la economía en el Eje Cafetero durante el cierre del año 2006 en comercio exterior, donde las ventas externas originadas en el departamento de Risaralda cuantificaron US\$65.3 millones en el período de análisis, presentando un descenso del 8,2% frente a los primeros seis meses de 2005, como resultado de la disminución del 8,0% registrado en el sector industrial, especialmente en el renglón de prendas de vestir, cuyas ventas externas fueron menores en 50,7%; no obstante, se debe mencionar la evolución alcanzada por el renglón de equipo y maquinaria de transporte, el

cual sumó US\$10.1 millones, 49,1% más que en 2005. De acuerdo al valor exportado, los productos originarios de Risaralda tuvieron como principales países receptores a Estados Unidos, Venezuela y Alemania.

En cuanto al sistema financiero, las captaciones de las entidades financieras del departamento de Risaralda se ubicaron en \$1.2 billones, cifra 15,9% superior a la obtenida durante similar corte del año anterior. Dentro de la composición por cuentas se destacó el comportamiento de los depósitos de ahorro, al crecer a una tasa anualizada del 20,6%, con una participación del 50.8% en el consolidado. Igualmente, los depósitos en cuenta corriente bancaria ascendieron 34,6%, mientras que los CDT's lo hicieron en 1,8% con una ponderación del 30,7% dentro del total. Cabe señalar, que más del 80% de las captaciones del sistema financiero en Risaralda, al cierre de junio de 2006, fue realizada a través de los bancos comerciales de la ciudad de Pereira; en tanto, los municipios de Dosquebradas y Santa Rosa de Cabal acumularon cerca del 10%.

Para el departamento de Risaralda, el pronóstico de la cosecha cafetera se ubicó en 1.7 millones de @ cps, presentando un incremento del 2,0% respecto a los resultados de similar lapso del año precedente. De acuerdo con la información suministrada por el Comité Departamental de Cafeteros, el poco crecimiento de la cosecha se debió al invierno registrado a finales de 2005 y a la disminución de las áreas productivas, como consecuencia de los programas de renovación de cafetales implementados desde el año 2003. En cuanto a las compras efectuadas por el sistema cooperativo del departamento, fue clara su recuperación al señalar una expansión del 29,4% respecto al primer semestre

de 2005, totalizando 590 mil @ cps. Cabe anotar que estos organismos participaron con el 35,2% del pronóstico de la cosecha cafetera en el lapso analizado.

En cuanto a la actividad de la construcción en el departamento de Caldas durante el primer semestre de 2006, señaló un retroceso del 12,0% en el número de licencias totales y del 28,4% en el número de metros aprobados, respecto a similar período de 2005. El anterior panorama también se hizo evidente en el sector de la vivienda, ya que el número de licencias se redujo 11,6% al contabilizar 259, mientras que el área por construir, que sumó 75.750 metros cuadrados (m^2), constituyendo el 76,1% del total, cayó 27,3%. Por su parte, en el Quindío el área aprobada total aumentó 11,5% al sumar 93.040 m^2 , mientras que los 75.893 m^2 destinados a la construcción de vivienda, superaron en 34,1% el dato de los seis meses iniciales de 2005. En Risaralda, la situación fue similar al observar el área total un avance del 25,8% y la destinada a vivienda del 27,1%, al registrar 224.213 m^2 .

En el panorama 2005, en el sector de la construcción en los municipios de Pereira, Dosquebradas y La Virginia, perdió dinámica durante el primer trimestre, al autorizarse licencias por 85.293 m^2 frente a 186.623 m^2 de igual período de 2004, cuando se desarrollaron importantes programas en vivienda de interés social y se aprobaron proyectos de inversión en sectores como el comercio y servicios, los cuales todavía se llevan a cabo.

En el campo del café se mostró el pronóstico de la cosecha cafetera para el lapso de estudio, el cual según las autoridades competentes se redujo en 20.7% al contabilizar

640 mil @ cps. Las compras realizadas por las cooperativas de caficultores que operan en el departamento sumaron 106 mil @ cps, similar volumen al transado en el trimestre inicial de 2004.

En el IPC para la ciudad de Pereira, se observó una variación del 0.18% durante el mes de mayo, 3.34% en lo corrido de 2005 y anualizada del 5.09%. Cabe señalar, que exceptuando esta última variación que se ubicó 0.05 puntos por encima de la nacional, las demás fueron ligeramente inferiores.

En la tasa de desempleo en Pereira y Dosquebradas, se puede evidenciar una desaceleración entre enero-marzo de 2001 y 2004, al pasar del 20.7% al 17.9%; sin embargo, para iguales meses de 2005 alcanzó 18.5%. No fue esa la tendencia de la tasa de subempleo, que al ubicarse en 32.2%, se redujo 1.1 puntos porcentuales respecto a 2004.

En el panorama económico en el año 2004, los resultados del Departamento del Risaralda se pueden considerar positivos. El indicador de ventas presentó un comportamiento más acelerado que el ocurrido en Caldas, aunque se debe tener en cuenta que los períodos de referencia son diferentes, ya que en Risaralda comprende los meses de enero a septiembre. En las ventas totales se observó un aumento del 45.2%, siendo las exportaciones las que registraron un mayor dinamismo, 86.1%, destacándose la industria con un crecimiento del 70.2%. Se debe resaltar la evolución del comercio al por mayor y al por menor, que observaron aumentos del 47.7% y 29.2%, en su orden, gracias a la fortaleza que tiene el comercio de Pereira en toda la región del Eje Cafetero y el norte del Valle.

En cuanto a la producción de café en el acumulado enero-septiembre de 2003 y 2004 no presentó modificaciones significativas, sin embargo el precio interno promedio de compra del grano registró un aumento aproximado del 10%, lo que favoreció los ingresos de los caficultores.

En el tema de la construcción es preciso mencionar la menor evolución al presentar una contracción del 14.4% en el área total a construir en el departamento; sin embargo, se debe tener en cuenta que durante el 2003 se realizaron una serie de proyectos en la parte comercial, que propiciaron un excelente año en este sector, teniendo Risaralda una alta participación después de Bogotá, en el total construido a nivel nacional.

En el tema de captaciones financieras, el monto de la cartera regional (incluye operaciones *leasing*) cifró \$1.7 billones con una expansión del 7.8% frente a junio de 2003. Por componentes, la cartera de créditos comerciales, continuó mostrando la mayor representatividad, 48.5%, dentro del total colocado, modalidad de préstamos que se destacó en Risaralda ante la trayectoria comercial de la ciudad de Pereira, obteniendo un avance del 28.3%, superior en 13.3 puntos porcentuales al observado en el compendio regional.

En comercio exterior, el consolidado de las exportaciones no tradicionales con origen en el Eje Cafetero durante los primeros nueve meses del presente año, advirtió un incremento anualizado del 71.4% al sumar US\$209 millones, importante crecimiento jalonado por cada uno de los departamentos de la región, destacándose las ventas

externas realizadas en Risaralda, que con un avance del 96.9% frente a enero-agosto de 2003, representaron el 47.7% de las transacciones del Eje Cafetero.

En el panorama 2003, en lo que respecta a la inversión en lo corrido del año, mostró un fuerte avance del 98.4% frente a 2002, gracias al dinamismo ejercido por el gobierno central de Risaralda en obras de infraestructura, educación, salud y generación de empleo, entre otros.

En cuanto a la construcción, se observa el acumulado a septiembre de 2003 del área por construir en el Eje Cafetero, donde se registró un incremento del 51.4%, si se confrontan las cifras con igual período de 2002. Igual comportamiento señaló el área por construir en vivienda que evidenció una expansión del 43.5% al totalizar 492.719 m², de los cuales 176.159 m² se destinaron a Vivienda de Interés Social (VIS); asimismo, el número de unidades de VIS que accedió a subsidio con el gobierno nacional fue de 1.511, cifra inferior en 38.1% respecto al mismo período de 2002.

Durante los primeros seis meses del año 2003, el sistema financiero colombiano aprobó recursos por valor de \$17.178 millones para la financiación de 750 unidades de vivienda en los tres departamentos del Eje Cafetero. Estas cifras representaron caídas respectivas del 25.6% y 3.0%, debido al menor número de operaciones en el Quindío y Risaralda, especialmente en este último departamento, cuando la contracción fue más notoria durante el segundo trimestre del presente año.

En los indicadores de empleo Pereira y los municipios de Dosquebradas y La Virginia se ubicó en 17.9%, tasa igual a la observada en el año inmediatamente anterior. En lo que respecta a número de ocupados en Pereira se incrementó en 8.000. A su vez, la oferta laboral, medida a través de la tasa global de participación, registró un aumento en 0.4 puntos (Boletín Económico del Banco de la República -BER-, períodos 2003 a 2011).

Para la depuración de la base de datos de Estados Financieros y Flujos de Efectivo de la Superintendencia de Sociedades (SIREM), se tomaron los siguientes códigos del sector que pertenecen al sector comercio (tabla 10) para extraer las empresas que reportan continuamente en el período 2002-2011.

Tabla 10. Códigos que pertenecen al sector Comercial.

Códigos sector	Descripción sector
28	Comercio de vehículos y actividades conexas
29	Comercio al por mayor
30	Comercio al por menor
41	Comercio de combustibles y lubricantes

Fuente: Supersociedades.

Para poder realizar un mejor análisis del sector comercio del departamento de Risaralda, se hizo clasificación de las 26 empresas que reportan continuamente a Supersociedades.

Para la clasificación de las empresas colombianas, la ley contempla la siguiente clasificación de empresas: Microempresas, pequeña empresa, mediana empresa y gran empresa, la cual se basa en unos parámetros: número de trabajadores y el valor de los activos totales, pero prevalece el valor de los activos totales (Ley 905 de 2004).

Tabla 11. Clasificación de las Empresas Colombianas según Activos Totales.

Tipo de empresa	Activos totales (SMLMV)		Rango de activos totales	
Microempresa	0	500	0	267.800.000
Pequeña	501	5.000	268.335.600	2.678.000.000
Mediana	5.001	30.000	2.678.535.600	16.068.000.000
Grande	30.001		16.068.535.600	

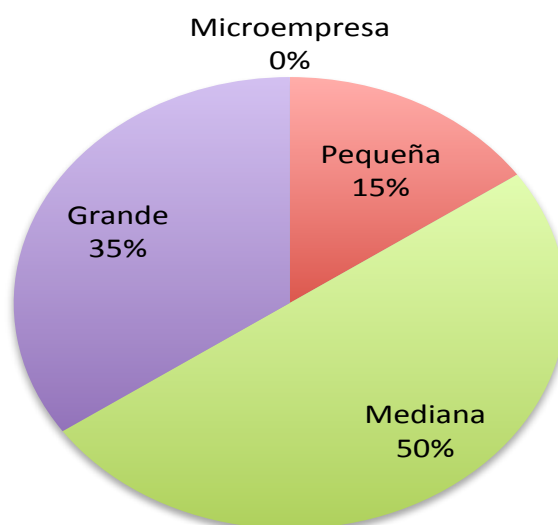
Nota: los activos se calcularon con un salario mínimo mensual legal 2011 de \$ 535.600.

Fuente: los autores.

Tabla 12. Clasificación Empresas del Sector Comercio.

NIT	Razón social	Descripción sector	Total Activo	Tipo de Empresa
800015379	Ferretería Tama S.A.	Comercio al por mayor	9.885.787.000	Mediana
800025839	Villegas & Cía. SCS	Comercio al por mayor	51.386.595.000	Grande
800030594	Prodex S.A.	Comercio al por mayor	6.092.713.000	Mediana
800048518	Carmona & Álvarez Cía. Ltda.	Comercio al por menor	1.092.400.000	Pequeña
800051817	Automotora de Occidente S.A.	Comercio vehículos y actividades conexas	9.836.705.000	Mediana
800135342	Lagobo Distribuciones S.A. LGB. S.A.	Comercio al por menor	35.306.074.000	Grande
800180748	Casa del Bombillo N° 3 Ltda.	Comercio al por mayor	21.302.727.000	Grande
800182800	Dromayor Pereira S.A.	Comercio al por mayor	15.715.347.000	Mediana
816001182	Audifarma S.A.	Comercio al por mayor	475.387.399.000	Grande
816004998	Comercializadora Santander S.A.	Comercio al por mayor	32.883.691.000	Grande
890800100	Caldas Motor S.A.	Comercio vehículos y actividades conexas	6.173.464.000	Mediana
891400005	Alcides Arévalo V. & Cía. Ltda.	Comercio vehículos y actividades conexas	69.580.067.000	Grande
891400924	Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda.	Comercio al por mayor	1.990.376.000	Pequeña
891401416	Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A.	Comercio al por mayor	13.603.764.000	Mediana
891407961	Morales Monsalve Hermanos Ltda.	Comercio al por menor	11.436.045.000	Mediana
891407964	Distribuidora Grancolombiana Ltda.	Comercio vehículos y actividades conexas	919.974.000	Pequeña
891407965	Tulio Henao & Cía. Ltda.	Comercio vehículos y actividades conexas	2.942.984.000	Mediana
891408161	Lubrillantas Ltda. (en acuerdo de reestructuración)	Comercio de combustibles y lubricantes	2.635.693.000	Pequeña
891408316	Unicamperos Ltda.	Comercio vehículos y actividades conexas	2.862.663.000	Mediana
891409006	Germán Gaviria S & Cía. Ltda. Distrimotos	Comercio vehículos y actividades conexas	20.921.482.000	Grande
891409156	Tecnodiesel Limitada	Comercio al por menor	23.840.516.000	Grande
891409215	Autos de Risaralda S.A.	Comercio vehículos y actividades conexas	2.851.370.000	Mediana
891409291	Eve Distribuciones S.A.	Comercio al por mayor	46.707.770.000	Grande
891409769	Inversiones Radio & Partes Ltda.	Comercio al por mayor	3.763.231.000	Mediana
891410994	Drolicores Ltda.	Comercio al por mayor	5.866.870.000	Mediana
891411211	Cadena Centrales Limitada	Comercio al por menor	13.553.578.000	Mediana

Fuente: Supersociedades.



Fuente: Los autores.

Figura 8. Composición de las Empresas del Sector Comercio.

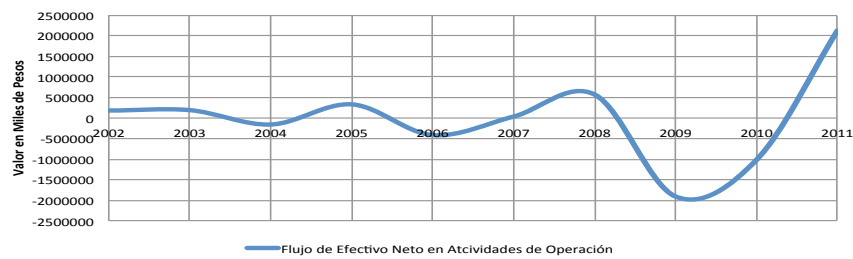
7.3 Flujos de Efectivo

6.3.1 Sector comercio

Tabla 13. Flujo de Efectivo Neto Sector Comercio 2002-2011.

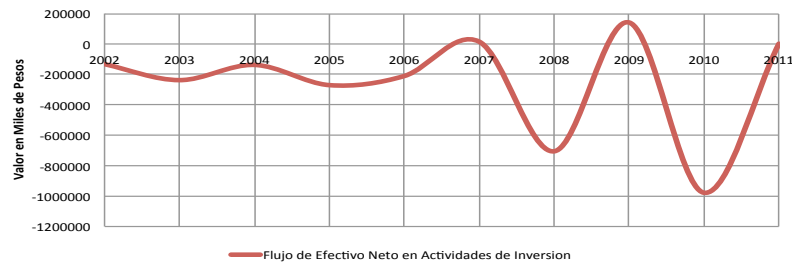
Año	Flujo de efectivo neto en actividades de operación	Flujo de efectivo neto en actividades de inversión	Flujo de efectivo neto en actividades financieras	Total - aumento (disminución) del efectivo neto total
2002	172.037	(134.652)	(37.458)	(73)
2003	192.197	(237.711)	(76.478)	(121.992)
2004	(157.389)	(137.588)	454.478	159.501
2005	332.247	(270.570)	12.181	73.858
2006	(413.897)	(210.697)	727.566	102.972
2007	35.563	15.024	215.884	463.594
2008	570.811	(705.592)	93.140	(41.640)
2009	(1.906.018)	141.411	1.709.559	(55.048)
2010	(1.014.001)	(978.066)	2.131.600	139.534
2011	2.127.366	1.647	92.476	1.265.036

Fuente: Supersociedades.



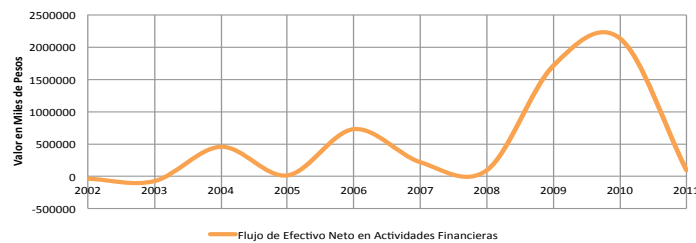
Fuente: Los autores.

Figura 9. Flujo Efectivo Neto Actividades de Operación Sector Comercio 2002-2011.



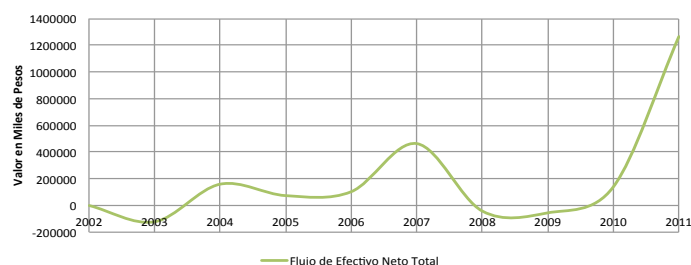
Fuente: Los autores.

Figura 10. Flujo Efectivo Neto Actividades de Inversión Sector Comercio 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 11. Flujo Efectivo Neto Actividades Financieras Sector Comercio 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 12. Flujo de Efectivo Neto Total Sector Comercio 2002-2011.

El manejo del flujo efectivo es regular porque las actividades de operación y de inversión son financiadas, cada vez se aumenta más el costo financiero, por no generar suficientes fondos operativos.

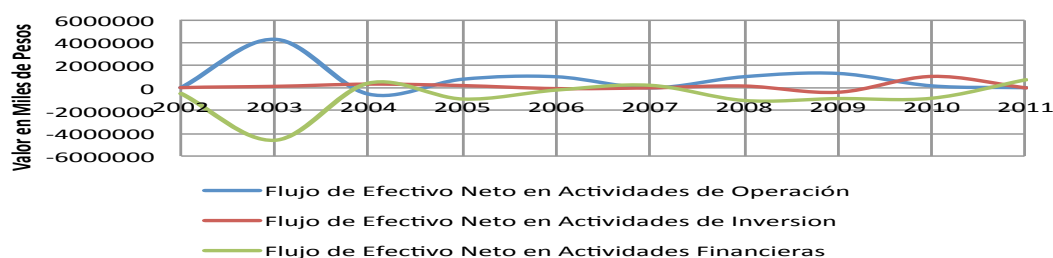
El sector de comercio la mayor inversión son los inventarios, por esta razón se puede decir que manejan mucha financiación, para tener buena cantidad de productos a la venta y así responder a los consumidores.

7.3.2 Cadena Centrales Limitada

Tabla 14. Flujo de Efectivo Neto, Cadena Centrales Ltda. (NIT 891.411.211) 2002-2011.

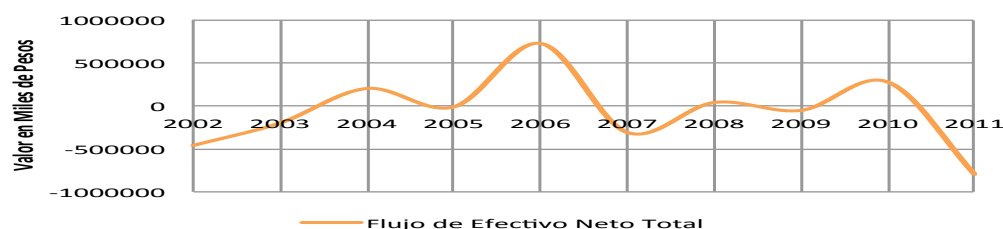
Año	Flujo de Efectivo Neto (Actividades Operación)	Flujo de Efectivo Neto (Actividades Inversión)	Flujo de Efectivo Neto (Actividades Financieras)	Total - Aumento (Disminución) Efectivo
2002	(18.324)	66.104	(508.058)	(460.278)
2003	4.277.037	135.093	(4.612.366)	(200.236)
2004	(547.888)	331.398	417.254	200.764
2005	761.519	204.244	(979.045)	(13.282)
2006	979.737	(62.334)	(192.893)	724.510
2007	-	-	226.802	(309.469)
2008	984.385	163.689	(1.110.143)	37.931
2009	1.272.175	(385.726)	(940.002)	(53.553)
2010	177.099	1.010.493	(911.588)	276.004
2011	15.612	-	714.806	(795.790)

Fuente: Supersociedades.



Fuente: Los autores.

Figura 13. Flujo Efectivo Neto, Cadena Centrales Limitada 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 14. Flujo de Efectivo Neto, Cadena Centrales Limitada 2002-2011.

Tabla 15. Flujo de efectivo total de las empresas 2002-2011.

Empresas	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cadena Centrales Limitada	-460.278	-200.236	200.764	-13.282	724.510	-309.469	37.931	-53.553	276.004	-795.790
Drolicores Ltda.	281.972	-158.069	-53.694	21.346	-111.843	330.264	167.345	-218.684	-19.261	50.191
Inversiones Radio & Partes Ltda.	158.716	-36.926	174.067	368.512	-141.977	-194.000	110.149	10.857	105.761	-247.690
Eve Distribuciones S.A.	-1.152.358	-2.402.360	1.759.104	-1.368.266	712.575	309.649	-1.962.960	-809.061	-110.439	1.996.732
Autos de Risaralda S.A.	137.643	-142.203	652.662	-626.275	921.776	621.453	-150.432	-890	-99.723	-439.746
Tecnodiesel Limitada	81.917	-160.372	428.791	-467.358	-6.212	-125.215	-59.109	652.038	-670.364	598.364
German Gaviria S. & Cia. Ltda.	194.747	-148.912	38.789	-65.425	485.891	707.325	-30.555	37.359	55.690	-49.720
Distrimotos Unicamperos Ltda.	35.880	286.862	-323.857	88.629	-39.853	-22.152	-10.892	4.467	68.353	0
Lubrilantías Ltda (en acuerdo de reestructuración)	24.997	-7.564	-246	-6.001	-27.667	690.336	-8.090	-5.411	-36.992	0
Tulio Henao & Cia. Ltda.	35.162	-74	43.162	-10.294	2.312	0	-22.562	46.800	152.695	0
Distribuidora Gran Colombiana Ltda.	-4.742	3.576	63.222	-42.599	-9.327	0	-25.133	46.571	188.626	0
Morales Monsalve Hermanos Ltda.	58.853	25.182	94.819	40.170	441.243	-336.708	40.674	-396.955	592.868	-551.353
Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A.	-210.809	-36.310	373.533	-281.018	82.570	0	112.983	-133.178	-28.374	-30.610
Bernardo Angel M. & Cia. Ltda.	-6.590	602	98.772	-83.876	7.657	-19.647	-23.988	5.018	-12.669	88.572
Alcides Arévalo V. & Cia. Ltda.	24.539	-14.466	167.842	-87.888	93.853	1.944.032	-268.479	394.434	-237.894	4.414.686

Empresas	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Caldas Motor S.A.	70.578	117.339	111.933	-24.222	106.305	174.979	-189.363	270.051	-313.799	-414.830
Comercializadora Santander S.A.	69.158	257.038	-193.543	90.628	45.694	-126.409	238.488	-562.315	-79.323	6.359.906
Audifarma S.A.	763.648	-324.818	312.765	2.796.451	-2.351.854	-1.031.112	-497.949	-613.886	1.383.579	14.785.496
Dromayor Pereira S.A.	-606.355	-78.207	215.848	-47.699	4.592	1.387.461	-71.991	155.636	-218.735	45.205
Casa del Bombillo N° 3 Ltda.	69.932	-54.280	25.192	142.223	280.411	1.264.330	-362.994	176.803	555.766	1.734.436
Lagobo Distribuciones S.A. LGB S.A.	59.087	-21.873	137.085	655.912	18.428	672.657	-160.854	-171.617	587.424	-330.383
Automotora de Occidente S.A.	301.929	-76.643	-453.154	375.864	-459.606	0	216.945	1.230.352	742.451	-1.889.147
Carmona & Alvarez Cia. Ltda.	6.285	-4.676	-8.747	-1.448	-276	24.651	25.479	28.473	5.664	14.419
Prodex S.A.	9.535	-52.544	-3.922	44.141	146.236	-854.804	274.517	-241.534	-59.040	536.408
Villegas & Cía. SCS	58.987	9.376	279.976	458.624	1.483.022	7.145.832	1.567.029	-1.297.851	674.923	7.477.479
Ferretería Tama S.A.	-4.335	48.741	5.857	-36.524	268.804	-200.000	-28.841	14.836	124.686	-461.687
Promedio	-73	-121.993	159.501	73.859	102.972	463.594	-41.640	-55.048	139.534	1.265.036

Fuente: Los autores.

Analizando en promedio las 26 empresas en los dos últimos años mejora su flujo de efectivo, dándole dinamismo y buen manejo de capital de trabajo para el período siguiente de operaciones, esto es muy importante estos recursos, para mantener producción y buena calidad de los productos.

7.3.3 Análisis estadístico sector comercio

Tabla 16. Datos para Correlación Sector Comercio 2002-2011.

Año	Pib risaralda	Tasas de desempleo risaralda	Igbc variacion anual nacional	Dtf promedio anual	Tasa de colocacion promedio anual nacional	Tasa de cambio promedio anual nacional	Ipc	Flujo de efectivo neto en actividades de operacion	Flujo de efectivo neto en actividades de inversion	Flujo de efectivo neto en actividades financieras	Total - aumento (disminucion) del efectivo neto total
2002	4.470.000.000.000	16,27	1,608,66	9,00	14,16	2.506,55	70,98	172.036,62	-134.651,58	-37.458,19	-73,15
2003	4.668.000.000.000	16,15	2,333,70	7,80	12,81	2.875,91	75,75	192.197,00	-237.711,00	-76.478,00	-121.992,00
2004	5.061.000.000.000	15,96	4,345,83	7,80	13,06	2.628,47	79,94	-157.389,00	-137.588,00	454.478,00	159.501,00
2005	5.444.000.000.000	14,21	9,378,27	7,10	12,58	2.321,49	83,51	332.247,00	-270.570,00	12.181,00	73.858,00
2006	5.985.000.000.000	12,62	11,108,94	6,30	11,52	2.358,96	88,19	-413.897,23	-210.696,81	727.565,73	102.971,69
2007	6.121.000.000.000	11,91	10,694,18	8,00	14,31	2.076,24	93,28	35.563,00	15.024,00	215.884,00	463.594,00
2008	6.269.000.000.000	12,58	7,560,68	9,70	16,38	1.977,11	100,00	570.811,00	-705.592,00	93.139,92	-41.640,46
2009	6.329.000.000.000	17,71	11,602,14	6,30	12,40	2.153,30	101,77	-1.906.017,50	141.411,15	1.709.558,65	-55.047,69
2010	6.466.000.000.000	18,25	15,496,77	3,70	8,82	1.898,68	104,66	-1.014.000,62	-978.065,81	2.131.600,15	139.533,73
2011	6.798.000.000.000	14,80	12,665,71	4,00	10,01	1.846,97	108,57	2.127.365,54	1.646,96	92.475,69	1.265.036,08

Fuente: Supersociedades

PIB: Se tomó el valor único suministrada por el DANE.

Tasa de Desempleo: Se tomó el valor único suministrada por el DANE.

IGBC: Se tomó la Variación anual suministrada por la Bolsa de Valores de Colombia.

DTF: Se tomó el promedio anual que se calculó con la información suministrada por el Banco de la República.

Tasa de Colocación: Se tomó el promedio anual que se calculó con la información suministrada por el Banco de la República.

TRM: Se tomó el promedio anual que se calculó con la información suministrada por el Banco de la República.

IPC: Se tomó el valor único suministrado por el Dane.

FENO: Se tomó el valor único suministrado por Supersociedades.

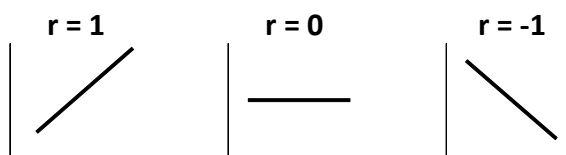
FENI: Se tomó el valor único suministrado por Supersociedades.

FENF: Se tomó el valor único suministrado por Supersociedades.

FENT: Se tomó la sumatoria del FENO, FENI, FENF suministrado por Supersociedades.

7.3.4 Análisis de Correlaciones

7.3.4.1 Coeficiente de correlación de Pearson. El coeficiente de Pearson es un estadístico que permite determinar el grado de relación o correlación lineal entre dos variables cuantitativas. Su valor oscila entre -1 y 1, siendo 1 la relación positiva perfecta entre 2 variables y -1 la relación negativa o inversa perfecta entre 2 variables, el cero indica la ausencia de correlación lineal entre 2 variables.



Fuente: Los autores.

Figura 15. Coeficiente de correlación de Pearson.

A continuación se presenta la matriz de correlaciones, es importante mencionar que se han tenido en cuenta para el análisis, únicamente las correlaciones entre las variables referentes a los Flujos de Efectivo Neto de las empresas comerciales de Risaralda y las variables exógenas de la economía, tales como el PIB o la Tasa de Desempleo (aparecen en fondo gris). Las correlaciones entre flujos o entre variables económicas no son pertinentes para el estudio.

Lo que se pretende con la siguiente matriz es encontrar las correlaciones significativas en la población, es decir, las correlaciones que con cierta confiabilidad son

realmente existentes y fuertes en la población, ya que los datos acá presentados hacen parte de una muestra comprendida entre los años 2002 y 2011.

El nivel de confiabilidad deseado en la mayoría de investigaciones es del 5% o menos. Sin embargo, dadas las características del mercado y la poca cantidad de información disponible para el análisis, el número de correlaciones significativas resultantes es bastante bajo, pues, ninguna correlación resultó ser significativa al 1% y solo una al 5%, razón por la cual, se consideraron también las correlaciones significativas al 10%.

Tabla 17. Matriz de correlación (elaboración en SPSS).

	PIB Risaralda	Tasa Desempleo Risaralda	IGBC Variación Anual Nacional	DTF Promedio Anual	Tasa Colocación Promedio Anual Nacional	Tasa Cambio Promedio Anual Nacional	Índice de Precios al Consumidor	Flujo Efectivo Neto Actividades Operación	Flujo Efectivo Neto Actividades Inversión	Flujo Efectivo Neto Actividades Financieras	Total Aumento Disminución Efectivo
Tasa Desempleo Risaralda	(0,16)										
IGBC Variación Anual Nacional	*** 0,91	(0,01)									
DTF Promedio Anual	* (0,59)	(0,41)	** (0,76)								
Tasa Colocación Promedio Anual Nacional	(0,37)	(0,50)	* (0,61)	*** 0,96							
Tasa Cambio Promedio Anual Nacional	*** (0,91)	0,14	*** (0,82)	0,47	0,25						
Índice de Precios al Consumidor (IPC)	*** 0,98	0,00	*** 0,86	(0,61)	(0,39)	(0,90)					
FEN En Actividades Operación	0,03	(0,45)	(0,16)	0,03	0,08	(0,12)	0,02				
FEN En Actividades Inversión	(0,16)	(0,13)	(0,22)	0,12	0,14	0,27	(0,21)	0,08			
FEN En Actividades Financieras	0,48	* 0,58	** 0,64	* (0,60)	* (0,57)	(0,38)	0,52	** (0,75)	(0,32)		
Total Aumento Disminución Efectivo	0,52	(0,21)	0,42	(0,53)	(0,41)	(0,53)	0,51	** 0,67	0,29	(0,17)	

Fuente: Los autores.

7.3.4.2 PIB Risaralda - IGBC Variación Anual Nacional. Luego de la modelación de la información se observa una correlación positiva casi perfecta entre los dos indicadores; esto refleja una relación directamente proporcional. El mercado bursátil puede ser un indicador predictor que nos permite mirar los ciclos económicos en los países.

La relación existente entre las finanzas y la macroeconomía se ha planteado desde muchos años atrás. Sobre la existencia de esta relación se tienen soporte teórico, ejemplo de ellos es Lucas, Brock y Merton, en su estudio ellos relacionan los rendimientos que tienen los activos financieros con la producción del sector real. La rentabilidad que poseen las acciones tiene una relación directa con las tasas de crecimiento económico registrado (Sánchez, 2006). En el análisis que hace la macroeconomía sobre el comportamiento de la economía, se tiene en cuenta el sector financiero, es claro que la relación que existe entre estos dos campos logra explicar sucesos económicos de gran importancia. Un ejemplo de los puntos de encuentro entre estos campos, sería la demanda de cartera y las decisiones de inversión empresarial.

El mercado bursátil es uno de los más importantes, es allí donde las empresas se financian y logran crecer. En la teoría económica se argumenta que si un mercado bursátil funciona óptimamente, esto se verá reflejado en las ganancias empresariales y flujos de caja neta para la distribución que afectará positivamente el PIB de la región. Un componente fundamental del PIB son los beneficios empresariales, es decir, la relación que se da entre el mercado bursátil y este agregado macroeconómico, sobre esta relación la teoría económica habla del supuesto de expectativas racionales, los agentes

económicos crean de forma racional sus expectativas sobre el futuro, por medio de la utilización eficiente de la información sobre el estado pasado y presente de la economía, esta teoría es expuesta por Lucas (1972) para entender las expectativas sobre los rendimientos futuros que refleja una cotización actual (Sánchez, 2006)

La evidencia muestra que la inversión es uno de los principales componentes que jalona el crecimiento económico; los indicadores bursátiles permiten que se dé una estimulación de la inversión ya sea positiva o negativa; estos indicadores modelan en cierta forma la incertidumbre que se tiene, por que el mercado tiene tendencias que no se conocen, creando una directriz de la evolución en el tiempo que tienen los precios de los títulos. Observamos como países que posean altos niveles formación de capital tendrán un crecimiento económico sostenido, esto se sustenta en las teorías de crecimiento que plantearon Harrod-Domar. (I, 2009). En la medida que se logre una eficiencia en el mercado de capitales esto se traducirá en un elemento positivo para el crecimiento económico.

Los postulados de la teoría económica plantean la relación que existe entre el mercado de capitales y el ciclo económico, el comportamiento del PIB está condicionado principalmente por el comportamiento que muestra el IGBC en el período inmediatamente anterior, es decir, el mercado bursátil posee un gran poder de explicación sobre el producto. Sobre este tema se han hecho estudios que buscan sustentar esta correlación; en uno de esos estudios se realizó un test de causalidad de Granger, el cual dio como resultado que el IGBC posee un poder de predicción sobre el PIB, es decir, el comportamiento del IGBC provoca movimientos en el PIB, lo que nos muestra que el

IGBC puede ser un indicador que adelanta la dinámica económica en un país y que se vuelve un parámetro importante para la generación de expectativas en la producción a futuro, esto también logra darle fortaleza a otros indicadores como la producción industrial, reducción de inventarios, IPP, tasas de interés, tasa de desempleo, y esto se pudo ver reflejado en la buena implementación de políticas económicas.

El IGBC juega un papel importante en la dinámica de la economía y se posiciona como un parámetro a tener en cuenta por los encargados de la planeación y política económica. Este indicador logra recoger determinantes del comportamiento que posee la producción nacional, que hace que se dé una predicción del ciclo económico.

Según Rodríguez, Alex Mauricio (2009) en el informe de “Análisis General del Comportamiento de la Economía Colombiana”, hizo tanto que la inversión privada como la extranjera directa (IED) regresaran, ésta última pasando del 2,50% del PIB en 2000, a 5,20% del PIB en 2007, son las razones que más pesan a la hora de entender el por qué la economía nacional está experimentando un crecimiento fuerte, que parece ser sostenido.

Cuando hay un crecimiento en IGBC, se debe en parte a los buenos indicadores financieros, los cuales se explican en el crecimiento de la economía del departamento por la dinámica económica que tienen las empresas.

7.3.4.3 PIB Risaralda - DTF Promedio Anual. Existe una correlación negativa entre estas dos variables. Esta relación inversamente proporcional muestra como un aumento en las tasas de interés, generan una disminución del flujo monetario en la

departamento, ya que disminuye los activos disponibles de caja y bancos. Cuando la tasa de interés disminuye logra estimular el ahorro e inversión interna, se incrementa el dinero en circulación y disminuye la demanda sobre el crédito. Como resultado de este aumento en la tasa de interés, se puede generar una desaceleración de la economía.

La teoría económica aborda la temática sobre el impacto que posee la tasa de interés en el crecimiento económico y la demanda efectiva. Señala que la tasa de interés tiene un efecto contrario sobre la inversión y la producción, estas afirmaciones han provocado una variedad de propuestas de políticas monetarias que logren ser destinadas a incentivar el crecimiento económico y el tamaño del mercado ya sea interno o externo. La teoría clásica económica plantea que la tasa de interés posee un papel crucial en la determinación del gasto de inversión y el ahorro, la relación con la inversión sería inversa, y la relación con el ahorro sería directa, es decir, el ahorro antecede la inversión, esta afirmación se sustenta en la teoría del ahorro ex/ante. El dinero es neutro y, la flexibilidad de la tasa de interés garantiza el equilibrio entre el ahorro y la inversión (Orlik, s.f.).

Los planteamientos de Keynes y los postkeynesianos se basan en afirmar que la tasa de interés es una variable monetaria y rechazan que hay existencia de una tasa de interés natural (Teoría Económica: Microeconomía y Macroeconomía, s.f.) Keynes admite que existe la tasa de interés de corto y de largo plazo; según este planteamiento tienen una relación inversa con respecto a la inversión; mientras los teóricos alrededor de la financiarización rechazaban dicha relación porque afirman que la tasa de interés es una

variable distributiva, que es determinada por un ente exógeno que vendría siendo la banca central.

En una economía los individuos, empresas y gobiernos demandan dinero; la demanda por dinero se utiliza para financiar e invertir en procesos que permitan un desarrollo. Para realizar dichas inversiones en infraestructura o expansión comercial se necesita liquidez. Observamos que si las tasas de interés son bajas, se crean un ambiente propicio para que gobiernos, empresas e individuos puedan invertir. Contrariamente cuando las tasas de interés son altas, la inversión se vuelve más cara y no se propician procesos de expansión y esto hace que las empresas, gobiernos e individuos retrasan sus planes de inversión. El banco central también afecta las tasas de interés con su política monetaria, el propósito de esta política monetaria es controlar las condiciones económicas en los países, ya que éstas pueden influir en las expectativas del inversor.

En la teoría se supone una economía que posea crédito puro, es decir, un solo banco central que fije las tasas de interés y que el sistema bancario este sujeto a las decisiones que tome el banco central provocando aumentos y contracciones de las inversiones. La escuela austríaca se sustenta en la teoría de Von Mises (1912) el cual considera, que la expansión artificial del crédito es la responsable de los ciclos económicos, estos son fenómenos monetario y financiero, que pueden ser causados por las diferencias que se presentan entre las tasas de interés monetaria y natural, que producen que la inversión supere al ahorro (Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos, s.f.)

Una política monetaria bien orientada puede jugar un papel estabilizador y evitar el desarrollo de fluctuaciones cíclicas de las que, según Wicksell, los desajustes monetarios son la causa principal (Roldán). Analizar el impacto de la brecha de tasas de interés sobre la brecha del PIB, permite considerar que tanto puede incidir un choque monetario en acerca o a alejar a la economía de su producción de largo plazo, es decir, la brecha puede ser una forma de medir los efectos de un choque monetario en la frontera de posibilidades de producción de la economía.

7.3.4.4 PIB Risaralda - Tasa Colocación Promedio Anual Nacional. Entre las dos variables existe una correlación negativa, mientras una aumenta la otra disminuye en la misma proporción. La tasa de interés tiene un efecto directo en el sistema financiero, por medio de las fluctuaciones que se presentan en cada momento de la economía, es decir, bajando o aumentando la tasa que se tienen en los créditos, lo cual tiene un efecto en el comportamiento de la demanda.

Cuando la tasa tiende a la alza el costo del crédito aumenta lo que genera dificultad para que las empresas tomen créditos para financiar sus inversiones, ésta es una consecuencia fuerte que puede generar desempleo, por la dificultad de financiar el crecimiento y desarrollo dentro de las organizaciones mostrando repercusiones en el PIB. Por otro lado cuando la tasa de interés aumenta también puede suceder, que el panorama se vuelva propicio para el ahorro, prefiriendo ahorrar que gastar, contribuyendo a la contracción de la demanda.

Keynes argumentaba que el ahorro, más allá de depender de la tasa de interés, depende del nivel de ingreso es decir, de la capacidad de ahorro de los individuos o las familias. Pero plantea sin negar que la tasa de interés puede tener una influencia sobre la parte ahorrada de un determinado ingreso.

La tasa de colocación permite poner dinero en circulación en la economía, los bancos toman los recursos que obtienen a través de la captación y, con estos dineros captados otorgan créditos a las personas, empresas u organizaciones que los soliciten. Por otorgar estos préstamos los bancos cobran, el valor depende del tipo de préstamo. Es una determinada cantidad que llaman intereses, define como tasa de interés de colocación.

El fenómeno que tiene el uso del dinero monetario, se sustenta en la ley de la oferta y la demanda del dinero. La importancia del interés se centra en el nivel de expectativas de ganancia que tienen los empresarios, esto a su vez determina la inversión, y es el punto de partida para lograr fijar el nivel empleo, de la renta y de la demanda efectiva. Las tasas de interés vendrán a ser el precio o costo del dinero en el mercado financiero, aumento o disminución de las tasas de interés que va en relación directa con los escasos o excedente de dinero (Restrepo, s.f.).

Keynes hace el razonamiento de su teoría examinando el conjunto de tipos de interés, la determinación del interés sobre el dinero y muestra la especificidad del activo monetario en el conjunto de activos. El poder adquisitivo tiene una relación inversamente proporcional con respecto a la cantidad de su emisión y consecuentemente el volumen del dinero circulante es directamente proporcional al nivel de precios. Esta teoría se entrelaza

con la relación que se está analizando, vemos que las tasas de interés de colocación durante los últimos años han ido disminuyendo, lo que permite que las empresas demanden una mayor cantidad de recursos, los cuales se ven reflejados en el crecimiento económico, es decir, en el incremento del PIB.

Cuando el Banco de la Republica interviene reduciendo las tasas de interés, lo hace para estimular la economía y así lograr un crecimiento esperado; pero por otro lado un aumento en la tasa de interés puede ejecutarse buscando lograr niveles de equilibrio óptimos; cuando se presenta un crecimiento del crédito de consumo, aumentar la tasa de interés ayuda a evitar un recalentamiento de la economía, ya que un crecimiento abrupto del crédito con tasas de interés baja pueden ocasionar desequilibrios. Con tasa bajas crean ambientes con demasiados niveles de optimismo al endeudamiento, es decir, un aumento en el consumo que se verá traducido en el PIB regional.

La inversión se puede definir como el incremento de la capacidad de la economía para producir en el futuro. Esta inversión es fundamental, ya que es la que genera los recursos para el futuro y las empresas también realizan inversiones para el incremento de sus ingresos hacia el largo plazo. Este rubro es fundamental dentro de las economías, ya que es la principal variable que garantiza el crecimiento económico hacia el largo plazo, el consumo aporta al crecimiento del PIB pero solamente en el corto plazo ya que este tipo de gasto no produce rendimientos o lo que comúnmente conocemos como rentabilidad, mientras que la inversión es la garantía para el logro de ingresos hacia el largo plazo por parte de las economías.

7.3.4.5 PIB Risaralda - Tasa Cambio Promedio Anual Nacional. La correlación resultante entre estas dos variables es negativa, es decir, inversamente proporcional mostrando que mientras una aumenta la otra disminuye. Con la variación de la tasa de cambio la economía también sufre cambios significativos; debemos saber que las exportaciones aumentarán si el tipo de cambio se devalúa, pues se abaratarán los productos en el mercado mundial, por otro lado las importaciones, las cuales dependen de la demanda interna, es decir, del ingreso local disminuyen. Si aumenta el PIB interno esto significa un crecimiento de las importaciones, pero si se presenta una devaluación las importaciones se contraen. Cuando el dólar tiene un comportamiento decreciente, pueden ocurrir diferentes escenarios en la economía, para las empresas importadoras es un impacto positivo, sus costos bajan, sus precios de ventas y logran incrementar la demanda de sus servicios ofrecidos y beneficia el crecimiento del sector. Otro panorama se presenta en las empresas exportadoras les impacta de forma negativa, disminuye su ingreso ya que reciben menos pesos por la misma cantidad de dólares y esto a su vez afecta considerablemente el PIB.

La correlación entre las variables es inversa, esto nos muestra que si la tasa de cambio baja y el PIB tiende a incrementarse; las empresas de la región no son fuertes en capacidad exportadora pero requieren insumos para sus servicios que tienen que ser importados, mientras la tasa de cambio disminuya estos insumos serán menos costosos. Esto aumenta los rendimientos dentro de las empresas del departamento y logrando disminuir los precios serán más atractivos, e incentivan el crecimiento del PIB.

La teoría económica sobre la tasa de cambio inicia con Krugman y Taylor los cuales plantean la posibilidad de que un proceso devaluativo del tipo de cambio tenga un efecto negativo en el nivel del producto. Estos dos autores plantean tres escenarios donde la depreciación del valor de la moneda logra generar efectos contraccionistas en el nivel de actividad económica: el primero, sería cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos esté en una posición negativa al momento que se presenta la devaluación; el segundo escenario, es porque se induce a una redistribución del ingreso de los trabajadores a los capitalistas, disminuye la demanda agregada; y finalmente, una devaluación logra un efecto negativo en el nivel del producto de la economía.

En la literatura se ha enfatizado el vínculo que hay entre el crecimiento y el tipo de cambio; esto se presenta principalmente por la relación entre los desequilibrios que se dan en la balanza de pagos, la inflación, los salarios reales y la actividad económica. Recientemente Frenkel y Ros (2006) han enfatizado la necesidad de lograr utilizar al tipo de cambio como una variable importante para el desarrollo económico (Restricciones estructurales del desarrollo en América Latina y el Caribe: una reflexión postcrisis, 2010). Ellos subrayan que cuando se presenta una devaluación del tipo de cambio se presentan impactos complejos. El resultado varía dependiendo de la estructura real y financiera del país en cuestión, cuando se realiza la devaluación. La teoría plantea que la relación que existe entre el tipo de cambio y el PIB no es lineal, es decir, no se esperaría que cuando se produce una variación del tipo de cambio éste se vea de la misma forma y posea el mismo impacto en una economía desarrollada que en una de bajos ingresos. Uno de los impactos más probables de una devaluación es un efecto negativo sobre la

demanda efectiva. Los autores en la historia de la economía ubican el debate de la temática en la Teoría General de J. M. Keynes. La teoría dice que para que una devaluación cambiaria afecte el nivel de ingreso debe tener el mismo efecto que una disminución del salario nominal. Es decir, los efectos expansionistas de una devaluación deben compensar los mismos efectos contraccionistas que según plantea Keynes tendría una reducción del salario nominal.

La devaluación trae consigo efectos desestabilizadores que provocan una contracción de la inversión privada. Los efectos negativos que desencadena una variación del tipo de cambio pueden reflejarse en los mercados financieros, la tasa de interés y la producción

El trabajo del autor clásico Swan plantea que cuando se presenta una devaluación se puede lograr mejorar la situación de la balanza de pagos de una economía, pero esto no significa que pueda ser suficiente como política económica para lograr el pleno empleo; para poder lograr un efecto expansionista, un proceso devaluativo debe complementarse con un incremento del gasto fiscal. Las exportaciones netas, las cuales son el resultado de las exportaciones menos las importaciones, son también una variable fundamental para incrementar el valor del PIB. La tasa de cambio es fundamental, si se presenta un proceso devaluativo las exportaciones se benefician, en la medida que los bienes y servicios que sean producidos al interior de la economía y sean consumidos en otros países, esto aumentara la producción interna, la cual hace que los ingresos para la economía aumenten.

Un proceso revaluativo, es decir, un aumento de la tasa de interés puede tener consecuencias negativas en una economía, El sector más afectado es el de los exportadores quienes cada día ven como reciben menos pesos por sus exportaciones, lo que conlleva a una disminución sustancial en sus ingresos, algo que de continuar puede llevar a la quiebra a muchas empresas exportadoras. Algunas de las causas de la revaluación del peso son por ejemplo el incremento de las exportaciones y los precios de algunas exportaciones como el petróleo; el incremento del envío de remesas por parte de los colombianos residentes en el extranjero; el lavado de activos y el ingreso de dólares producto del narcotráfico; la privatización de entidades estatales; el aumento de la inversión extranjera en el país producto del mejoramiento de la economía y la seguridad interna; el déficit fiscal del estado lo cual lo lleva a financiar ese faltante con créditos en el exterior, etc.

Adicionalmente, la revaluación estimula las importaciones lo cual a su vez, estimula el consumo de la población, quienes impulsados por los bajos precios de muchos productos se convierten en compradores impulsivos lo que hace que la capacidad o nivel de ahorro de la población se vea afectado, lo que a su vez afecta la disponibilidad de recursos para la inversión, repercutiendo negativamente el dinamismo de la economía.

7.3.4.6 PIB Risaralda - Índice del precio al consumidor (IPC). La correlación existente entre los dos indicadores es positiva casi perfecta; esto refleja una relación directamente proporcional. El IPC es una medida estadística que mide los cambios en precios de bienes y servicios que adquieren los consumidores. Al subir los precios que pagan los consumidores, el nivel general de inflación en la economía aumenta.

El IPC es el índice de las variaciones de los precios de los bienes y servicios que son consumidos por los hogares de un país, en un período. También es un indicador de las fluctuaciones que presenta la inflación de un país. Se puede constituir como un indicador de carácter coyuntural. La tendencia de crecimiento que tienen los precios es una temática que interesa a los consumidores para tener en cuenta cuándo se van a realizar compras diarias, también a los trabajadores por que les permite observar cómo evoluciona el poder de compra de los salarios, para las empresas es importante porque tienen presente la evolución relativa de los precios y por medio de esto fijarlos, para establecer el crecimiento de los salarios monetarios y para el gobierno la evolución que posee el nivel general de precios del país se refleja en la competitividad y el crecimiento de algunas.

El IPC es un indicador que nos muestra cuándo la economía está pasando por un proceso inflacionario, deflación o estanflación, esto conlleva a que el PIB y el IPC tengan una estrecha relación, aunque poseen algunas diferencias. La mayoría de los economistas usan el IPC básico para medir la inflación, debido a que éste excluye productos alimenticios cuyos precios son más volátiles. Cuando el IPC incrementa los salarios tienen que aumentar eventualmente, debido a que el IPC se usa para ajustar los ingresos, los salarios, beneficios de jubilación, categorías de impuestos y otros indicadores económicos importantes. Sin embargo, el gobierno es más lento que los mercados, y si el PIB crece demasiado rápido el gobierno no puede mantenerse al día para realizar todos los ajustes necesarios en el salario para que las personas mantengan una buena calidad de vida, ya que su costo de vida incrementó demasiado rápido.

El producto interno bruto y el índice de precios al consumidor son dos de los aspectos más importantes de una economía saludable. Éstos se afectan directamente entre ellos. Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, y de acuerdo con la evaluación del pronóstico de inflación frente a las metas. La política monetaria contribuye a asegurar la estabilidad de precios y a mantener un crecimiento económico alto y sostenido que genere empleo y mejore el nivel de vida de la población. Si la economía excede un ritmo de crecimiento sostenible, podrán aparecer excesos de gasto que comprometan la estabilidad de precios o desemboquen en fragilidad financiera, la cual, puede terminar en caídas fuertes en la producción y el empleo (Banco de la República, s.f.).

La teoría del crecimiento económico a partir de Adam Smith ha sido durante mucho tiempo el objeto de las investigaciones económicas, se basa fundamentalmente en el comportamiento en el largo plazo del PIB y del PIB per cápita en determinado período. El crecimiento de la producción total dentro de un país depende de algunas variables como son los incrementos en la calidad, la cantidad de los recursos naturales, económicos y humanos, capacidad de mejoramiento de la tecnología a través de la innovación y la invención, y aún más importante la eficiencia con la que se utilicen los recursos para alcanzar el potencial de producción. Los gobiernos emprenden programas y trazan políticas para estimular la economía.

La inflación ha sido clasificada como uno de los mayores problemas que posee la economía, Consiste en un aumento general y continuo del nivel de precios en una economía. Es un fenómeno económico que se manifiesta a través de una relativa

disminución del valor del dinero, es decir la reducción en el poder adquisitivo a causa de una elevación de los precios con relación a la cantidad de bienes y servicios que se pueden comprar con el mismo.

En términos generales un proceso inflacionario se inicia por diversas causas, siendo una de las más comunes la que se origina por un desequilibrio significativo entre la oferta y la demanda, es decir, cuando por diversas presiones económicas la demanda de bienes y servicios es superior a la oferta disponible de los mismos a los precios actuales, o cuando la oferta está limitada por la baja productividad o por restricciones del mercado (Restrepo, s.f.).

La teoría económica nos indica que la inflación, especialmente la imprevista, produce incertidumbre sobre los precios futuros, lo que afecta a las decisiones sobre el gasto, el ahorro y la inversión, ocasionando una asignación deficiente de recursos y, por tanto, dificultando el crecimiento económico.

En Gran Bretaña, en la década de los 50, se presentó un estudio, que actualmente se conoce como Curva de Phillips, que sugiere que cuanto mayor es la inflación menor es la tasa de desempleo, es posible bajar la tasa de inflación incurriendo en un mayor número de desempleados, esto nos lleva a cuestionar, las medidas anti inflacionistas propuestas por los gobiernos.

En 1990 Robert Barro, miembro del Banco de Inglaterra, publicó un estudio que relacionaba la inflación y el crecimiento de más de 100 países, ricos y pobres, mediante

este estudio logró llegar a las siguientes conclusiones: Determinó que cuando sube la inflación se reduce el crecimiento económico, pero esta disminución es pequeña, lo cual no genera grandes efectos para un país. Por otra parte a los consumidores les agrada tener que pagar mucho más por un producto que tuvo un aumento inesperado, así sus rentas se hayan incrementado en la misma proporción.

Cuando la inflación aumenta, los tipos de interés suben, por tanto, los individuos, verán aumentar lo que tienen que pagar a su banco cada mes. Los consumidores piden menos créditos para comprar cosas y las empresas también pedirán menos créditos para inversiones. Esto generará a su vez que las empresas tengan menos ventas y se contraigan sus beneficios y esto a su vez hará que los ahorradores metan su dinero en renta fija, debido al alto interés que perciben por su dinero y, por lo tanto, la bolsa terminará bajando. Si la inflación es baja, sucede lo contrario.

7.3.4.7 PIB Risaralda - FEN En Actividades de operación. La correlación resultante entre estas dos variables es directa pero muy baja, es decir, los cambios que se presentan en los flujos de efectivos de las actividades de operación no influyen de forma significativa en el PIB del departamento.

Se evidencia una mayor cantidad de activos en el mercado financiero, las empresas adquieren créditos para tener una mayor liquidez y así la economía crece puesto que las empresas realizan inversiones, lo cual influye en un crecimiento económico para el departamento de Risaralda. El sector comercio es uno de los aportantes al PIB de Risaralda, que a su vez lo componen el tema de restaurantes y hoteles, la sumatoria de

estos tres sectores hace un incremento significativo en el PIB de Risaralda, como lo afirma la revista (dinero). El Producto Interno Bruto de la perla del Otún es de alrededor \$6,5 billones (año 2013), lo cual representa el 0,9% de la economía nacional. Por sectores, el de comercio, restaurantes y hoteles ocupa el primer lugar con una contribución al PIB del 18,8%; le sigue el de servicios sociales y personales con 18,6% y la industria manufacturera con 17,6% respectivamente. El cuarto sector, que está en crecimiento, es el financiero e inmobiliario que representa el 15,7% del PIB.

Referenciándonos de autores como (Slow) afirma que la inversión en capital es la base para que se genere crecimiento de un país, necesitándose una conexión entre la operación de las empresas y el mercado lo cual se genera inyectando liquidez. Fisher (1994) afirma la inversión se puede definir como “el incremento de la capacidad de la economía para producir en el futuro”. Y Hicks (1996) menciona que el sistema financiero fue la base para industrialización en Inglaterra ya que éste canalizo grandes recursos para la inversión de grandes obras.

El estado de flujo de efectivo se considera una pieza fundamental para el análisis al interior de las empresas, se pueden obtener a partir de los estados financieros porque es allí donde está consignado la información sobre las entradas y salidas de efectivo reales que se dan dentro de una determinada organización durante un tiempo determinado.

Las actividades de operación dentro de una organización es donde se relacionan las utilidades las cuales son producto de los gastos y los ingresos que están representados en el estado de resultados. Estas actividades de operación muestran las entradas y salidas

de dinero producto y de la relación con clientes y proveedores. Contiene datos del balance general los cuales reportan la actividad principal. El flujo de efectivo de operaciones, muestra el efectivo recibido y pagado a partir de las operaciones del “objeto social de la empresa”.

Para elaborar el estado de flujo de efectivo de las operaciones, se inicia por la generación interna de fondos, a este valor se le suma o se le resta de acuerdo al caso la variación en el capital de trabajo operativo, este capital se ve representado por la variación en la cuenta de bancos, cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar a los proveedores, esto da como resultado el efectivo generado en las operaciones. A este valor se le resta o suma la variación en el activo fijo operativo, este es el resultado de la adquisición o venta de los activos fijos destinados o jalonar el desarrollo de la actividad principal de la organización. El resultado obtenido se denomina flujo de efectivo de las operaciones bruto, inmediatamente a este valor se le suma o se le resta otros tipo de rubros que también están destinados para el desarrollo de la actividad principal, como serían las actividades laborales.

Si el producto interno bruto (PIB) “es el valor de todos los bienes y servicios finales producidos por un país en un determinado período”. En la medida que una economía produce, viviendas, discos, vehículos, maquinaria, prendas de vestir, presta servicios de peluquería, salud, educación, etc. La suma de todos estos productos y servicios valorados en unidades monetarias, da como resultado el PIB. Para cuantificar el PIB, se debe tener en cuenta el valor final del producto, es decir, contiene la suma de todos los elementos necesarios que se utilizaron para obtener el producto en sí. Entonces

Los flujos de efectivo los cuales se originan de las actividades de operación derivadas primordialmente de las transacciones que constituyen la principal fuente de ingresos de la empresa en una economía se comportan de manera positivos, traduciendo estos movimientos en ganancias, los resultados influyen en el crecimiento económico del país. Pero se observa que para el caso estudiado la correlación entre las dos variables es muy baja evidenciando que el PIB del sector no tiene un alto beneficiando del FEO, y por lo tanto el aporte al crecimiento económico es muy bajo.

7.3.4.8 PIB Risaralda - FEN En Actividades de Inversión. El resultado obtenido de esta correlación es negativa, mientras los flujos de efectivo de actividades de inversión aumenta el PIB tiende a disminuir, o a verse afectado de forma negativa, esta relación indica que las dos variables tienen una relación inversa y un nivel de significancia no tan importante que no genera ni influye de manera fundamental en el PIB departamental.

Las inversiones que se observan son certificados de depósito fijo, cuentas de ahorro y fiducias. Son inversiones diferentes a la actividad principal, que no aportan mucho al crecimiento de la economía. Estos dineros a pesar que están en inversión no se van al crecimiento, dado que se puede volver como los capitales golondrina, que son dineros que llegan a corto tiempo para aprovechar las tasas de rentabilidad.

Levine (1997) afirma que el sistema financiero es el encargado de proveer parte de la liquidez necesaria que demandan las empresas para poder realizar sus inversiones, se nombra que en parte ya que el total de la liquidez proviene de la suma de los créditos y los excedentes de liquidez que las empresas obtienen por su ejercicio comercial. Para

poder el sistema financiero proveer esta liquidez; ofrece diferentes instrumentos de financiación para que los empresarios de acuerdo a sus necesidades y requerimientos, puedan escoger ante estas alternativas aquellas que más se ajusten a sus necesidades y poder realizar las inversiones necesarias. En el sector comercio de Risaralda, los dineros no se están destinando para éste fin, porque son dineros de corto plazo, se tiene un certificado a término fijo y usted analiza otro tipos de rendimiento y selecciona donde poner su dinero a rentar. El PIB es de largo plazo, y por eso no se evidencia una mayor transcendencia en el análisis del sector comercial de Risaralda.

En las actividades de inversión, es donde se propician los medios para adquirir y vender activos fijos, las inversiones en valores o en bolsa de valores u otros activos financieros. Son los pagos que se originan en la adquisición de activos no corrientes, como son la propiedad planta y equipo, inversiones financieras e inversiones inmobiliarias. En el flujo de efectivo de las inversiones se incluyen las inversiones en planta y equipo, para realizar la elaboración del flujo de efectivo de las inversiones. Se inicia con todos los rubros que se destinaron a la inversión como lo son las inversiones en títulos CDT, pagarés, bonos, acciones, divisas, y también otros que representen salida o entrada de dinero y que genera rentas por actividades alternas.

Dentro de los flujos efectivos de actividades de inversión se encuentran aquellas compras que la empresa realiza, la cuales son destinadas a lograr el incremento de la capacidad productiva de la empresa. Las actividades de inversión, son realizadas a

interior de las firmas para lograr aumentar los ingresos y que éstos sean superiores a los que poseen en sus cuentas.

El resultado de modelar estas dos variables muestra que entre el PIB y el FEI existe una correlación, de esta relación se puede deducir que al interior de las organizaciones están orientando sus recursos de inversiones hacia mercados que no hacen ningún aporte al PIB del departamento, es decir, el resultado evidencia que si la empresas no diversifican sus inversiones esto afectará de forma negativa el crecimiento de la economía.

7.3.4.9 PIB Risaralda - FEN en Actividades Financieras. Entre estas dos variables existe una correlación positiva, mientras las actividades financieras aumentan esto influyen de forma positiva en el PIB del departamento y aumenta de la misma forma. En las actividades de financiación, se dan los medios para aportar, retirar y pagar fondos, de igual forma la financiación de la empresa teniendo en cuenta la fuente de sus recursos. En el flujo de efectivo de actividades de financiación, se encuentra incluido el cobro que proceden de adquirir por terceros de títulos valores que son emitidos por las empresas o de recursos concebidos por entidades financieras.

Si obtengo mayor liquidez, se convierte en inversión. Esta relación se encuentra en el sector comercio del departamento de Risaralda, las empresas acuden al sistema financiero para apalancar la inversión y la operación, y en la medida que dispongan de mayores recursos – mayor liquidez, se genera un crecimiento en la economía regional.

Mediante la inversión por medio del apalancamiento del sistema financiero se puede tener una mayor innovación y desarrollo en el sector, como lo afirman Grossman y Helpman (1991), demuestran mediante la utilización de un modelo de mejora de productos, como al incentivarse la investigación y el desarrollo (I+D) a nuevos productos, apalanca el crecimiento económico en algunos países. Estas inversiones en I+D promueven un desarrollo tecnológico, el cual en la mayoría de casos es apalancado por el sistema financiero quien es el encargado de proveer los recursos para el desarrollo e incremento del I+D.

Para elaborar el flujo de efectivo de actividades de financiación, se tiene en cuenta el flujo de las entradas y salidas de efectivo, el cual es producto de la financiación con terceros, con dueños o accionistas. Los terceros serían en el caso de los flujos de efectivo los créditos que se contratan con el sistema financiero en general y el pago que se realiza de las obligaciones al mismo sistema.

En la correlación se presenta una relación directa, es decir, un aumento en la FEN en actividades financieras puede afectar positivamente el PIB de la región. Las actividades de financiación se refieren a los medios que busca la empresa para adquirir recursos para la empresa, los cuales pueden ser de terceros o de sus socios por medio del patrimonio. Podemos observar que el resultado de la investigación muestra que mientras las empresas del sector estudiado tengan una demanda alta de recursos financieros los cuales en su mayoría son orientados a mejorar su productividad, disminuir costos y mejorar sus ingresos, esto se traducirá en un incremento del PIB y una estimulación positivamente el crecimiento económico regional. Aunque hay una relación entre las dos

variables No es una relación significativa, es decir, un incremento del FEF no afecta de manera importante el crecimiento del PIB.

7.3.4.10 PIB Risaralda - Total aumento o disminución del efectivo. La correlación resultante entre estas dos variables es positiva, mostrando un valor de (0,52). La suma de todos los flujos de efectivo está generando un impacto positivo que se refleja en un crecimiento del PIB departamental, contribuyendo al desarrollo de la región y a la capacidad productiva de las empresas.

7.3.4.11 FEN En Actividades de operación – Tasa de desempleo de Risaralda. La relación entre las dos variables es negativa, lo que indica que las dos variables tienen una relación inversamente proporcional y una correlación baja. El Flujo de Efectivo Operativo influye de forma significativa el nivel de trabajo de las empresas, estas actividades serán, el efectivo que es recibido o pagado como resultado de las actividades principales que desarrolla la compañía. Estas actividades tienen relación directamente con el nivel de producción, la venta de productos producidos y los servicios de la empresa. Será entonces el resultado de sumar y restar las entradas y salidas de efectivo resultado de las operaciones de la empresa. Si el flujo de efectivo en actividades operativas aumenta contribuye a bajar la tasa de desempleo del departamento, es decir, si las empresas incrementan las ventas de sus productos, necesitarán mano de obra para responder a la demanda traduciéndose en una disminución de la tasa de desempleo del departamento.

El flujo de efectivo en actividades de operaciones de las empresas del sector no está lo suficientemente fortalecido para lograr un impacto de forma significativa en la tasa de desempleo del departamento de Risaralda, los resultados evidencian que se están generando empleos pero intensivos en mano de obra no calificada y esto genera aumento del empleo temporal y no contribuye en el crecimiento del PIB.

7.3.4.12 FEN en actividades de operación – IGBC Variación Anual Nacional.

Estas variables evidencian una correlación negativa, si el indicador IGBC tiene comportamiento positivo, los flujos de efectivo de las empresas tiende a disminuir, pero independiente de la relación que existe, la correlación entre las variables es muy baja. El flujo de efectivo será una herramienta para tener claro cuáles serán las necesidades de la empresa y de qué forma serán cubiertas. Evitando caer en incumplimientos de los compromisos adquiridos.

El IGBC muestra el comportamiento general de los precios que poseen las acciones que están inscritas en la BVC, el cual se calcula a partir de una canasta representativa de acciones. Si las empresas centran sus flujos en los de tipo operativas indican que logran una administración eficientemente, empleando estrategias que logran beneficiar el funcionamiento de la empresa, y que sus políticas de cobro y pago son las adecuadas. Lo más importante dentro de una empresa es lograr que la mayoría de sus flujos de efectivo provengan principalmente de las actividades operativas, evitando que sean mayores los flujos por actividades de inversión y financiación.

Un gran número de empresas nacionales han ido creciendo gracias a que el riesgo país es mejor y esto atrae mayor flujo de capitales, haciendo más atractivo el país y logra generar aumentos de la inversión. Mientras el mercado bursátil tenga un funcionamiento óptimo generará un clima de confianza y atraerá inversionistas extranjeros así como nacionales, ayudando a las empresas a capitalizarse aprovechando el momento de la economía. Mientras una economía tenga comportamientos prudentes y constantes, el mercado interno crecerá con más solidez y una eventual crisis financiera podrá ser enfrentada sin que se vea afectado gravemente el IGBC.

El resultado de la correlación entre el indicador del IGBC muestra una influencia negativa en las empresas de la región cuando éste aumenta, esta relación evidencia que las empresas del departamento no están teniendo en cuenta los movimientos del indicador financiero o por su parte se ven afectadas por la entrada masiva de nuevas inversiones en el comercio local, ya que este indicador crea confianza y esto permite que nuevas inversiones lleguen al país, aunque la relación entre las variable no posee una alta significancia, se logra comprobar que la economía del departamento se ve afectada negativamente por este indicador financiero pero en un porcentaje muy bajo.

7.3.4.13 FEN En Actividades de Operación – DTF Promedio Anual. La relación resultante luego de la modelación de los datos, muestra una correlación positiva entre las variables, es decir, directamente proporcional y un bajo nivel de significancia. La tasa de interés en una economía es fundamental; aunque las empresas del departamento de Risaralda no presentan una sensibilidad importante en presencia de fluctuaciones en la

tasa de interés, es decir, no está teniendo un efecto trascendental en el flujo de efectivo en actividades de operación.

La tasa de interés aumenta la entrada de inversionistas que contribuyan al crecimiento de la economía nacional. Será entonces el precio que se cobra por adquirir un préstamo capital de deuda, para el caso del capital contable, los inversionistas esperan recibir dividendos y ganancias de capital, por medio de la tasa de interés. Estas se encuentran afectadas por factores como, oportunidades de producción, preferencias por el consumo, riesgo e inflación. Las oportunidades de producción serán entonces los rendimientos que el mercado ofrece para las opciones de inversión que se presentan en una economía. La preferencia por consumo o no, será la decisión que un consumidor toma entre consumir en el momento actual o aplazar para tener la posibilidad de consumir más en un futuro. El riesgo financiero será la posibilidad de que un dinero el cual es entregado en préstamo o para inversión no sea devuelto al final del plazo pactado.

La tasa de interés posee un efecto importante en la economía. Normalmente cuando se tienen tasas de interés bajas éstas alientan a las empresas a la expandirse. Esto es el resultado de que las empresas son capaces realizar préstamos a un precio inferior y lograr ampliar el negocio. Se logra la contratación de más empleados. Sin embargo, las tasas demasiado bajas pueden hacer que la economía se sobrecaliente.

Las fluctuaciones de las tasas de interés influyen en el consumidor de varias maneras. Cuando las tasas tienen cambios que afectan la economía expandiéndola o contrayéndola, también afecta otro tipo de variables macroeconómicas como lo es, la tasa

de empleo. Cuando se presente un aumento del nivel de trabajo durante una expansión, las personas empiezan a gastar más dinero. Si las tasas de interés tienden a disminuir, la gente puede pedir prestado dinero de forma más barata. Cuando las tasas de interés son más altas, la gente gasta menos

Este resultado pone en evidencia que las empresas del departamento de Risaralda no están teniendo en cuenta los niveles de tasa de interés para la generación de flujos de efectivos de operación, ampliando su capacidad productiva y generando empleo directo

7.3.4.14 FEN En Actividades de Operación – Tasa Colocación Promedio Anual Nacional. La relación entre las variables es positiva, pero su correlación es muy baja, esto muestra que en general las empresas del departamento no tienen en cuenta los niveles de las tasas de empleo para ampliar su capacidad productiva, la tasa de interés no está afectando en gran proporción las actividades de operación en las empresas de la región.

Cuando nos adentramos en la teoría, vemos como Keynes en su teoría general explica que cuando disminuyen la tasa de interés, las personas prefieren conservar el dinero porque las inversiones aumentarán y también la renta total, y necesitará más efectivo para realizar transacciones de la actividad económica. Por otro lado existe el motivo precaución el aumento de dinero genera incertidumbre en relación al futuro e influye marginalmente en la variación de la tasa de interés, afectándose por la preferencia a la liquidez (Teoría Económica: Microeconomía y Macroeconomía, s.f.)

Cuando se presenta una expansión monetaria esto provocará, aumento de las inversiones, esto aumentará la renta total y afectará el consumo, aumentando la disponibilidad de ingreso. El resultado que se obtiene de la renta total y el consumo, influirá en el nivel del ahorro. Cuando se presenta una caída de la tasa de interés, las personas deberán elegir entre qué cantidad retener como efectivo y cuánto usar para las adquisiciones de los bonos que generarán una ganancia.

Keynes en su teoría parte del supuesto que la gente ahorrará dinero en activos financieros, que son el endeudamiento de gobiernos y empresas. Cuando las tasas de interés son bajas se preferirá mantener el efectivo; por otro lado, cuando las tasas de interés son altas la gente preferirá ahorrar y tener efectivo. El nivel de las tasas de interés y la cantidad de dinero que hay en la economía, dados el nivel de ingresos y la inflación esperada, tiene una relación negativa (Restrepo, C.A., 2000).

7.3.4.15 FEN En Actividades de Operación – Tasa Cambio Promedio Anual Nacional. La relación entre la TRM y el flujo de efectivo neto en actividades de operación es negativa con valores de $(-0,12)$, estas variables están correlacionadas en muy poca proporción, según los resultados obtenidos en la investigación esto se da principalmente por que la economía del departamento no se está viendo afectada en gran medida de los cambios que presenta la TRM. La economía del país ha pasado por momentos de devaluación del tipo de cambio y esto tiende a generar desconfianza para las empresas de la región.

Dentro de la teoría económica se muestra cómo la tasa de interés posee un impacto en el desempeño de las economías. Los flujos de bienes, servicios y capitales los determina en gran medida la tasa de cambio que tiene un país en relación con las economías internacionales, la tasa cambio logra, determinar el precio que tienen los productos domésticos frente a las diferentes monedas

La demanda y oferta de divisas tiene una relación directa con el tipo de cambio al interior de un país, las exportaciones serán en teoría la oferta y la demanda de la necesidad de importar bienes y servicios. El tipo de cambio también y ciertas circunstancias responde a las tasas de inflación interna, esto se da por incremento en los precios nacionales que serán superiores en comparación al aumento de los precios de los socios comerciales y hace que las exportaciones del país sean menos competitivas y las importaciones se vuelvan más atractivas, logrando su fortalecimiento. Países con tipo de cambio flexible, su tipo de cambio oficial se modifica de acuerdo a la diferencia entre las tasas de inflación interna y externa.

En el buen funcionamiento de la economía la volatilidad de la tasa de cambio juega un papel muy importante, esto se da principalmente a través del comercio exterior, donde esto se relaciona con el desempeño de empresas que realizan actividades internacionales. Cuando la moneda de un determinado país se aprecia, los ingresos y la rentabilidad de las empresas exportadoras tienden a contraerse, por otro lado si se presenta una depreciación en la tasa de cambio, las exportaciones aumentarán y las importaciones disminuirán. Cuando se presenta volatilidad de la tasa de cambio esto genera incertidumbre macroeconómica, haciendo que las empresas se vean afectadas y en

gran medida las que hacen parte de economías abiertas. Los flujos de caja y el valor de las firmas se ven afectadas por la tasa de cambio principalmente por las transacciones y los efectos que presenta la economía.

Los trabajos de Milton Friedman se enfocan en la teoría monetarista, afirmaba que la inflación es un fenómeno puramente monetario; la oferta monetaria en el mediano o largo plazo sólo afecta a los precios; y por esto las políticas monetarias serán ineficaces para aumentar el ingreso o el empleo. Por otro lado Fisher plantea que cuando la oferta monetaria aumenta el tipo de interés real no se ve afectado, en el largo plazo. Si en un país determinado aumenta la cantidad de dinero circulante, aumentaban los precios de la misma forma y esto provocaba el aumento de las importaciones y bajaban las exportaciones, es decir, los productos del exterior serán más baratos que antes del aumento de los precios.

7.3.4.16 FEN En Actividades de Operación – Índice del precio al consumidor (IPC). La relación entre las variables es directa, pero la correlación que se presenta es muy baja, el comportamiento del IPC no está afectado las actividades de operación en las empresas del departamento.

Los procesos inflacionarios pueden beneficiar el sector empresarial, los ingresos de este sector son mucho más sensibles cuando se producen alzas y afecta de manera especial la retribución del trabajo. El IPC es utilizado para medir la evolución que tienen los precios de bienes y servicios. La economía de una región se puede ver afectada por la inflación de varias formas, puede disminuir el poder adquisitivo de la población, genera

costos administrativos y puede distorsionar la toma de decisiones al interior de las firmas y logra afectar las inversiones productivas, esto influye tanto en la economía, ya que también tiene un fuerte impacto sobre la actividad empresarial.

La teoría económica argumenta que la inflación anticipada puede reducir los tipos de interés reales generando aumentos de la inversión. Una de las consecuencias de la inflación al interior de las empresas, es provocar un aumento inicial de los beneficios, aumentando los salarios y otros costes que se modifican en base a las variaciones de los precios. Esto da lugar a aumentos en los pagos de dividendos, intereses e inversión de capital.

La inflación puede generar alto impacto y afectar la actividad empresarial, en la población puede afectar el poder adquisitivo de la población, esto hace que afecten la variación de precios, y logra afectar importantemente a las inversiones. Ante los impactos que pueden generar los procesos inflacionarios las empresas deben saber adaptarse a los cambios generados por la inflación creando estrategias que permitan abordar problemas en el momento preciso, deben crear estrategias internas y externas que logren mitigar los efectos de la inflación, creando precios más competitivos, reduciendo costes de producción y gastos en la empresa.

Sabemos que la inflación es el aumento generalizado y continuo de los precios en una economía, se realiza en base a la evolución del índice de precios, y esto afecta de forma directa tanto a personas como a empresas. Las consecuencias pueden ser muy negativas en el caso de que sea excesiva o no esperada, esto puede generar incertidumbre

económica que impida que hayan inversiones por miedo a una disminución de liquidez, empiezan a perder los que ahorran y también los que prestan, por ese mismo camino pierden los trabajadores cuyo aumento de salario es menor que la inflación.

7.3.4.17 En Actividades de Inversión - Tasa de desempleo de Risaralda. La relación que resulta entre estas dos variables en negativa y la correlación es muy baja, los flujos de efectivo en actividades de inversión en las empresas del departamento no están impactando de forma significativa ni ayuda a disminuir el crecimiento persistente la tasa de desempleo de la región.

En la teoría económica Harry Markowitz, planteaba que en las inversiones financieras debe existir diversificación, que logre llevar a un incremento en el valor de los rendimientos financieros, porque éstos afectan importantemente el flujo de efectivo de las inversiones. Keynes en su teoría general señaló en una economía cuando se realizan gastos innecesarios, se acumulan inventarios y esto se traduce en reducción de la producción y aumento del desempleo por el recorte de empleados al interior de las firmas, esto hace que se reduzcan los gastos en inversión generando una caída mayor en el gasto total, y esto hace que se presenten períodos de recesión e incluso de depresión, Cuando la tasa de desempleo aumenta, esto hará que el salario disminuya en presencia de salarios flexibles y provocará que la empresa logre contratar más trabajadores al mismo precio, y generará beneficios al interior de la empresa obteniendo más productividad.

7.3.4.18 FEN En Actividades de Inversión - IGBC Variación Anual Nacional.

La relación entre el IGBC y el flujo de efectivo neto en la operación de inversión es

negativa, correlación es inversamente proporcional pero no muy significativa. Las crisis alrededor del mundo afectan la confianza de los inversionistas en el mercado bursátil del país, llevando a estos a realizar otras inversiones.

Los flujos de efectivo en actividades de inversión comprenden los activos a largo plazo, también comprende otras inversiones no incluidas en el efectivo. Las actividades de inversión que se realizan al interior de una empresa incluyen transacciones que están relacionadas con préstamos de dinero y el cobro, la adquisición y venta de inversiones tanto circulantes como no circulantes, así como inversiones venta de propiedad, planta y equipo. Por otro lado el IGBC es un indicador muy importante en la económica que incentiva a los inversionistas a comprar activos financieros. Contribuye al crecimiento del Flujo de Efectivo de inversiones la interior de las empresas, ya que es un instrumento representativo, ágil que logra medir la evolución y tendencia del mercado accionario. Con su comportamiento busca explicar las tendencias en los precios de las acciones y la tendencia hacia la baja de los mismos. Las entradas que surgen del efectivo de las actividades de inversión son pagos de cobro de pagarés, de la venta de los préstamos, de inversiones en otras empresas, acciones y bonos y de las ventas de propiedad, planta y equipo. Muchas veces este tipo de inversión no logra generar confianza de inversión en la economía en la región, disminuye la confianza del indicador financiero frente aumento de actividades de inversión.

7.3.4.19 FEN En Actividades de Inversión - DTF Promedio Anual. La relación entre las variables es positiva y su correlación muestra una significancia muy baja, la

DTF no está teniendo efectos significativos en los flujos de efectivo en actividades de inversión.

La DTF es la tasa de interés que pagan los ahorradores los bancos, las corporaciones de ahorro y vivienda, por los certificados de depósito a término (CDT) con plazo de 90 días abiertos durante la última semana. Los movimientos de las tasas de interés tienen un efecto significativo en inversiones de este tipo, vemos cómo las inversiones del departamento no se están enfocando en su gran mayoría a títulos de renta fija sino a inversiones de renta variable, dando como resultado una baja correlación entre las dos variables.

Las inversiones de este tipo generan una rentabilidad que puede ser de renta fija o renta variable. Las de renta fija conocen por anticipado cuál serán la renta que generarán. La renta fija es apropiada para aquellos inversores que quieren obtener cierta rentabilidad de los mercados financieros, sin correr mayores riesgos. En las inversiones de renta variable no se conoce premeditadamente cuál será la renta que generarán y pueden llegar a ser negativos, porque hay que tener en cuenta varios factores, ejemplo de ello es el funcionamiento de la empresa, el comportamiento que presente el mercado en un período e importante también la evolución de la economía, etc. Este tipo inversiones se realizan a corto o mediano plazo y es más conveniente para inversores que quieren más niveles de rentabilidad, así tenga un nivel de riesgo más alto.

7.3.4.20 FEN En Actividades de Inversión – Tasa de colocación promedio anual nacional. Entre estas dos variables se evidencia una correlación con una baja

significancia, la relación es muy baja y se evidencia que puede presentarse una cierta independencia entre las variables. Las tasas de interés de colocación se aplican para los diferentes tipos de créditos que otorgan las entidades financieras, es evidente que este tipo de tasas de interés no está teniendo un efecto importante en las actividades de inversión al interior de las empresas del departamento.

7.3.4.20 FEN En Actividades de Inversión – Tasa de cambio promedio anual Nacional. La relación entre las variables es positiva, La correlación resultante es poco significativa y refleja que la tasa de cambio no está teniendo efectos importantes en las actividades de inversión al interior de las empresas del departamento. Mientras el tipo de cambio aumente, se presente una devaluación y las actividades dentro de las empresas se beneficiarán, estos momentos de devaluación deben ser aprovechados por los empresarios para fortalecer sus exportaciones y diversificar la producción. El tipo de cambio real tiene un efecto sobre el nivel de producción. La literatura económica sustenta este efecto expansivo debido a que pueden contraer la actividad económica, esto dependiendo de las características que posee cada economía, se tienen efectos positivos o negativos asociados a los mecanismos por los cuales actúa en la economía. Es así como la tasa de cambio influye en los precios de los productos aumentándolos o disminuyendo.

La devaluación genera en una economía condiciones crediticias internas más estrictas, esto se da en parte por la aceleración de la inflación provocada por la devaluación, que hace que las autoridades deban restringir la política monetaria cuando se presenta una contracción de la demanda interna de los bienes exportables esto se da como resultado de la variación de los precios relativos y la disminución del gasto real

interno, el cual es ocasionado por la mayor inflación y los efectos que produce en la capacidad de gasto y del salario real. Por medio de la oferta y la demanda de divisas, es decir de monedas extranjeras, se determina cuál será el comportamiento de la relación entre las distintas monedas.

7.3.4.21 FEN En Actividades de Inversión – Índices de precios al Consumidor.

La correlación entre las variables es inversamente proporcional, mientras una variable aumenta la otra disminuye y muestra valores de (-0.21) los cuales no reflejan una alta incidencia entre las dos variables.

La inflación logra alterar el comportamiento de la economía y hace que los precios aumenten y esto se vea reflejado en la reducción de los gastos de los consumidores, este tipo de comportamiento genera un estancamiento de la economía. La inflación es medida por el IPC el cual representa la tasa de variación porcentual este índice en el período considerado. Cuando en una economía se presentan períodos de inflación muy prolongados, se gasta mucho menos. La respuesta las empresas ante la inflación, es elevar sus precios para obtener dinero, e incrementar el precio de sus productos y servicios. Un nivel normal de inflación serán favorables para los mercados de renta variable, pero una inflación muy elevada aumenta las tasas de interés, que perjudica el valor actual de los flujos de fondos futuros de las empresas por distintos canales.

El crecimiento de la inflación, que está correlacionado con incrementos en las tasas de interés actuales o futuras tiene mayor impacto sobre los activos de renta fija. La inflación debe analizarse y entender si representa una indicación del crecimiento de un

país o no. Si se da una estanflación, impactará negativamente en el mercado de renta variable. Por otro lado bajas tasas de inflación y deflación pueden ser una señal de, estancamiento o recesión de la economía. Pero una inflación positiva crea un ambiente ideal para la inversión en el largo plazo en el corto La inflación perjudica a las inversiones. Si la economía no está teniendo un buen funcionamiento, significa que las empresas no van a tener tantas liquides, esto se reflejará en el precio de las acciones de estas empresas.

7.3.4.22 FEN En Actividades Financieras – Tasa Desempleo Risaralda. La relación entre las variables es positiva, mostrando un valor de (0.58), mientras las actividades de financiación de las empresas del sector aumentan, la tasa de desempleo lo hace en la misma proporción; este resultado muestra que estos flujos de efectivo no están contribuyendo a disminuir la tasa de desempleo del departamento, contrario a esto está ayudando a aumentarlo.

Los mercados financieros son los principales en caer en fallas de información, precisamente porque están encargados de la coordinación de las decisiones de producción y consumo en el futuro. El desempleo generado por fallas de información sobre el futuro, y de las decisiones de ahorro e inversión, es involuntario, no tiene su origen en el funcionamiento del mercado de trabajo sino en el mal funcionamiento de los mercados financieros. Según el keynesiano, los mercados financieros son manifiestamente incapaces de proveer la consistencia de los planes de producción y consumo de largo plazo.

7.3.4.23 FEN En Actividades Financieras - IGBC Variación Anual Nacional.

La relación del índice IGBC con respecto a las actividades de financiación que se realizar en las empresas es positiva, esto se debe a que la estructura que caracteriza los flujos de efectivo en actividades de financiación se sustenta en el mercado bursátil, y esto permite que la correlación de estas dos variables sea más significativa que los otros flujos de efectivo.

Los flujos de efectivo por actividades de financiamiento vienen después de actividades de inversión. Los flujos de efectivo por actividades de financiación serán, cobros procedentes de la emisión de acciones, pagos a los propietarios por adquirir o rescatar las acciones de la entidad; cobros procedentes de la emisión de obligaciones, préstamos, bonos, cédulas hipotecarias y otros fondos tomados en préstamo, ya sea a largo o a corto plazo; reembolsos de los fondos.

Las actividades de financiamiento son aquellas actividades de inversión y financieras que no tienen un efecto inmediato en el flujo de efectivo de una empresa. Juegan un papel en el desarrollo de los activos a largo plazo. Si una empresa necesita hacer una compra importante de equipos, puede hacerlo mediante el financiamiento de los equipos en vez de comprar con dinero en efectivo.

7.3.4.24 FEN En Actividades Financieras - DTF Promedio Anual. La relación entre las variables en negativa, en esta correlación se observa que a medida que se disminuye la DTF, las empresas generan inversión con su propio capital, el resultado se ve en las actividades de financiación obteniendo beneficios. La teoría plantea que la

visión financiera y económica de la tasa de interés no son concepciones separadas, ambas son altamente complementarias y permiten analizar e interpretar la lógica de los negocios.

La tasa de interés desde el punto de vista clásico y neoclásico se define como un instrumento que afecta solamente el mercado de bienes y servicios. Bajo la teoría keynesiana la tasa de interés es la remuneración que reciben los individuos al desprenderse de la liquidez. La teoría Keynesiana relaciona la tasa de interés con la explicación del comportamiento del mercado monetario; pero ésta debe estar regulada por la autoridad monetaria, de tal manera que una disminución de ella contribuya aumentar la inversión, y seguidamente la demanda agregada.

La tasa de interés a nivel internacional no solamente expresa el costo del dinero, en los mercados financieros la tasa de interés explica los niveles de riesgo, la cual se encuentra relacionada a los diferentes tipos de inversión que se negocian.

7.3.4.25 FEN En Actividades Financieras - Tasa Colocación Promedio Anual Nacional. La correlación que se estudia entre las variables es negativo, mientras las tasas de interés de colocación se mantengan altas la mayoría de las empresas toman la decisión de no endeudarse ya, disminuye la posibilidad de acceso a crédito de las empresas.

Las actividades de financiación de las diferentes empresas del departamento están teniendo en cuenta las tasas de interés a la hora de realizar movimientos y actividades que financien las operaciones al interior de las empresas.

Las tasas de interés son importantes para llevar a cabo nuevas inversiones en capital o en ampliación de sus plantas o en nuevos negocios. La teoría económica clásica dicen que la tasa de interés incentiva los ahorros y éstos serían la oferta de fondos prestables o en la inversión. La inversión se conecta con la tasa de interés, ambas funciones se puede explicar con dos curvas, las cuales dicen que a medida que aumenta la tasa de interés, aumenta el ahorro, y la otra plantea que las inversiones serán mayores con menores tasas de interés, el cruce de estas dos curvas define la tasa de interés.

La teoría de Keynes critica la teoría clásica por el lado de la oferta de los fondos de la demanda de las inversiones. Keynes sostiene que la tasa de interés no determina el ahorro de las personas, en su teoría el argumenta que el ahorro lo define el ingreso teniendo en cuenta la propensión marginal a consumir, es decir, un mayor ingreso ocasionará un mayor ahorro. Bajo esta visión, la tasa de interés quedaría indeterminada ya que existen otros factores que la determinan.

7.3.4.26 Flujo de efectivo neto en actividades financieras – Tasa de cambio promedio anual nacional. La relación entre las variables es negativa, pero la correlación no es muy significativa, las actividades de financiación de las empresas del departamento se están beneficiando en poca proporción de las fluctuaciones de los tipos de cambio que se producen en la economía.

La política cambiaria tiene establece parámetros para lograr orientar la economía y tiene como objetivo principal establecer un tipo de cambio de equilibrio, que logre evitar

situaciones que afecten la economía. La tasa de cambio será entonces el precio que tiene una moneda en función de otra moneda

Cuando se presenta una tasa de cambio sobrevaluada, determinada por encima del nivel de equilibrio, hará que los precios internos aumenten frente a los del resto del mundo, esto impide que las exportaciones aumenten, genera un déficit entre exportaciones e importaciones. Por otro lado, un tipo de cambio subvaluado, genera todo lo contrario al efecto anterior, un tipo de cambio así operado hace a los productores de un país competitivos.

Cuando la tasa de cambio aumenta se presenta una devaluación nominal y si la tasa de cambio disminuye se dice que hay apreciación nominal. La revaluación permite a nuestros exportadores competir en los mercados internacionales, ya que suben los costos de producción del mercado internacional y la revaluación golpea negativamente el empleo y la competitividad. A pesar de teorías que hablan acerca de los efectos negativos de la revaluación, ésta tiene efectos positivos como lo es mantener la inflación bajo control, ya que los productos importados generarán una presión competitiva sobre los productos nacionales para lograr mejorar la competitividad del país, sus empresas y el empleo, es necesario incrementar la atracción de la inversión de nuestra economía.

7.3.4.27 Flujo de efectivo neto en actividades financieras – Índice de precios al consumidor. La relación es positiva, mostrando cómo las actividades de financiación se benefician de los aumentos de la inflación. La inflación puede ser beneficiosa para el tipo de inversor que le gustan las inversiones de depreciación. La inflación afectará el valor de

las acciones y el mercado de valores en general. A largo plazo, esto no funciona, ya que el mercado de valores siempre ha aumentado en valor. Sin embargo, en el corto plazo, puede ayudarle a obtener un beneficio como inversor. En una orientación macroeconómica, los consumidores gastan más dinero, la economía crece y se presenta la inflación.

En la teoría la demanda agregada está basada principalmente en el monto total de dinero existente en una economía, al incrementarse la masa monetaria, la demanda de bienes aumenta y si este aumento no está acompañado de un incremento en la oferta, la inflación surge. Otra teoría relaciona la inflación con el incremento en la masa monetaria sobre la demanda por dinero, así lo afirma Milton Friedman. El control de la inflación se relaciona con la prudencia fiscal y monetaria; el gobierno debe asegurarse que sea fácil obtener préstamos, este enfoque resalta la importancia de controlar los déficit fiscales y las tasas de interés, así como la productividad de la economía.

La Escuela Austríaca de Economía plantea que la inflación es el incremento de la oferta monetaria por encima de la demanda de la gente. La demanda de dinero viene de los productores de bienes y servicios, y si la generación de dinero es mucho mayor que la generación de riqueza, se presenta inflación. Como consecuencia de la inflación se produce un efecto en cadena de distorsión de precios relativos al alza, ciertos precios suben más que otros. Si todos los precios de la economía, teniendo en cuenta el salario subieran uniformemente no habría ningún problema, el problema surge por la subida no uniforme. Una forma de combatir las altas tasas de inflación es aumentando las tasas de interés, éstas reducen el crecimiento en la masa monetaria. Pero esto también tiene un

efecto negativo ya que esta política puede estancar el crecimiento en la economía y promover el desempleo.

7.3.4.28 Total aumento o disminución del efectivo. La relación de esta variable con el resto de las variables macroeconómicas y los flujos de efectivo de la empresa muestran diferentes resultados, siendo los más importantes y significativos. La DTF promedio anual con una correlación de (-0,53), esta relación nos muestra que las tasas de interés son importante dentro de las empresas, pero no tan significativas como deberían. La tasa de cambio promedio anual nacional (-0,53), este valor refleja que las empresas de la región se están beneficiando de los procesos devaluativos de la tasa de cambio. El índice de precios al consumidor (0,51), las empresas del departamento se benefician de las tasas de inflación alta; el resto de las variables presentan correlaciones menos significativas como lo es la Tasa de Empleo de Risaralda (-0,21), IGBC variación anual nacional (0,42), tasa colocación promedio anual nacional (-0,42).

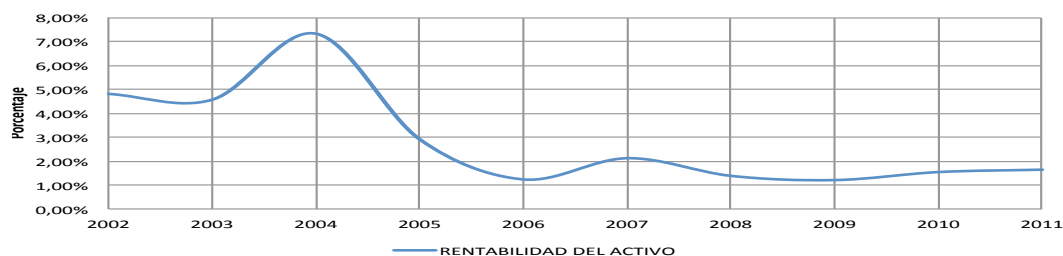
7.4 Rentabilidad del Activo

7.4.1 Sector comercio

Tabla 18. Rentabilidad Sector Comercio.

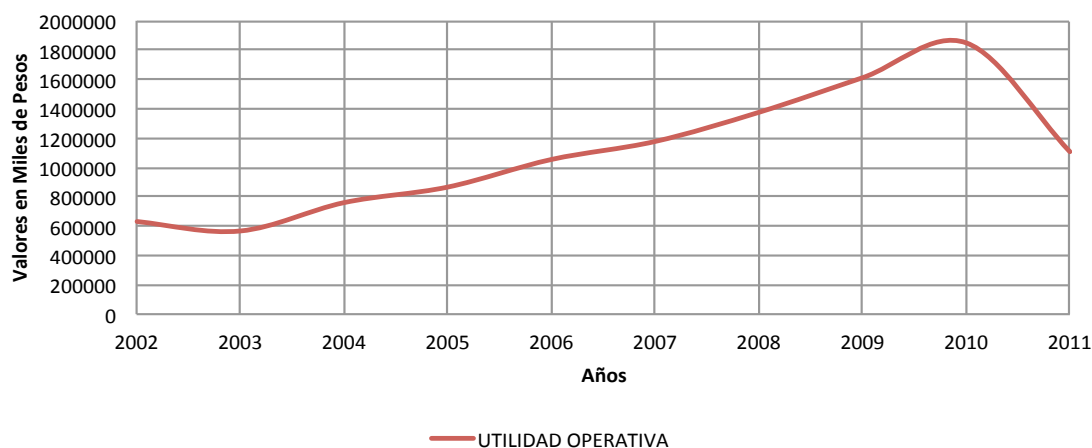
Año	Utilidad neta antes de impuesto	% impuesto	Utilidad operativa	Activos operativos	Rentabilidad del activo
2002	553.060	0,35	626.966	5.159.452	4,82%
2003	920.953	0,35	566.994	5.649.531	4,56%
2004	302.470	0,35	760.287	3.603.149	7,32%
2005	1.009.432	0,35	866.203	8.422.357	2,91%
2006	508.964	0,35	1.054.432	4.940.195	1,23%
2007	1.185.812	0,34	1.177.094	12.268.622	2,12%
2008	1.172.155	0,33	1.375.689	13.300.640	1,38%
2009	1.470.541	0,33	1.611.561	18.099.879	1,21%
2010	1.864.610	0,33	1.849.383	21.366.492	1,54%
2011	1.406.973	0,33	1.107.311	26.857.816	1,64%

Fuente: Supersociedades.



Fuente: Los autores.

Figura 16. Rentabilidad Sector Comercio 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 17. Utilidad Sector Comercio 2002-2011.

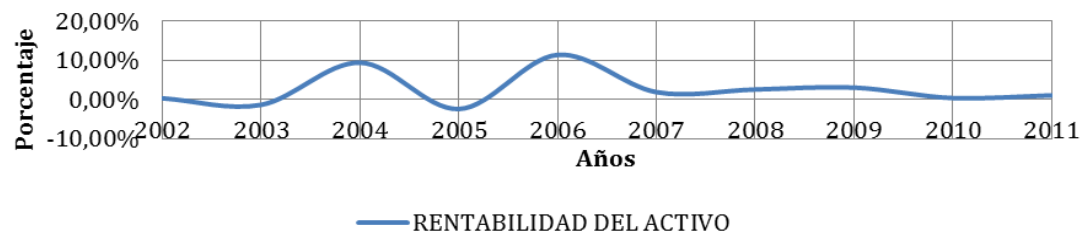
El sector muestra una tendencia a la baja de la rentabilidad de activo, esto es causado por la mala planeación operativa, administrativa y de ventas, en la búsqueda de optimizar los recursos para aumentar los rendimientos.

7.4.2 Cadena Centrales Limitada

Tabla 19. Rentabilidad del Activo Cadena Centrales Limitada 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	% impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	1.148.111	0,35	96.443	8.519.954	0,40%
2003	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	736.555	0,35	(314.400)	8.615.155	-1,28%
2004	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	599.055	0,35	1.504.142	5.556.174	9,48%
2005	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	447.702	0,35	(510.176)	7.640.537	-2,34%
2006	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	472.707	0,35	1.531.755	4.674.997	11,47%
2007	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	1.507.113	0,34	433.736	7.468.338	1,97%
2008	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	1.461.838	0,33	623.457	7.815.315	2,63%
2009	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	1.435.607	0,33	699.174	7.403.479	3,12%
2010	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	1.154.044	0,33	111.056	7.888.728	0,46%
2011	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	1.108.971	0,33	245.455	7.188.274	1,13%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 18. Utilidad Cadena Centrales Limitada 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 19. Rentabilidad del Activo Cadena Centrales Limitada 2002-2011.

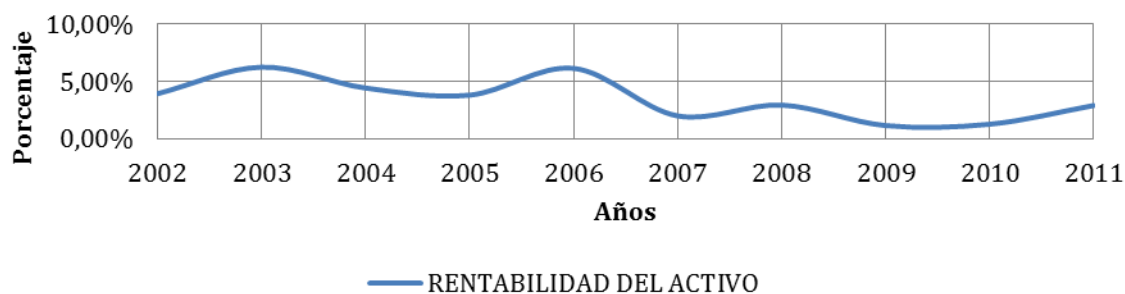
El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, han tenido bajas negativas en el 2005 de -2,34% y en el 2006 el mas alto en un 11,47%, por tener mejorar la optimización de los activos operativos. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad netas, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 0,40%, -1,28%, 9,48%, -2,34%, 11,47%, 1,97%, 2,63%, 3,12%, 0,46% y 1,13%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.3 Ferretería Tama S.A.

Tabla 20. Rentabilidad del Activo Ferretería Tama S.A. 2002-2011.

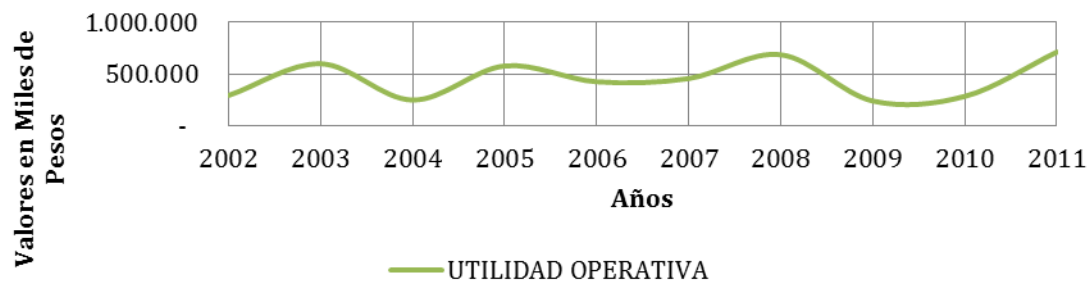
Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	800015379	FERRETERIA TAMA S A	343.590	0,35	290.030	2.566.257	3,96%
2003	800015379	FERRETERIA TAMA S A	688.355	0,35	599.029	3.345.167	6,27%
2004	800015379	FERRETERIA TAMA S A	449.073	0,35	245.786	1.934.803	4,45%
2005	800015379	FERRETERIA TAMA S A	666.576	0,35	577.025	5.273.133	3,83%
2006	800015379	FERRETERIA TAMA S A	385.752	0,35	423.384	2.402.178	6,17%
2007	800015379	FERRETERIA TAMA S A	212.719	0,34	454.451	7.647.550	2,02%
2008	800015379	FERRETERIA TAMA S A	414.642	0,33	686.640	7.649.114	2,96%
2009	800015379	FERRETERIA TAMA S A	251.942	0,33	236.329	6.641.441	1,17%
2010	800015379	FERRETERIA TAMA S A	599.063	0,33	281.802	7.185.886	1,29%
2011	800015379	FERRETERIA TAMA S A	1.024.908	0,33	712.514	8.027.847	2,93%

Fuente: los autores.



Fuente: los autores.

Figura 20. Rentabilidad del Activo Ferretería Tama S.A. 2002-2011.



Fuente: los autores.

Figura 21. Utilidad Ferretería Tama S.A. 2002-2011.

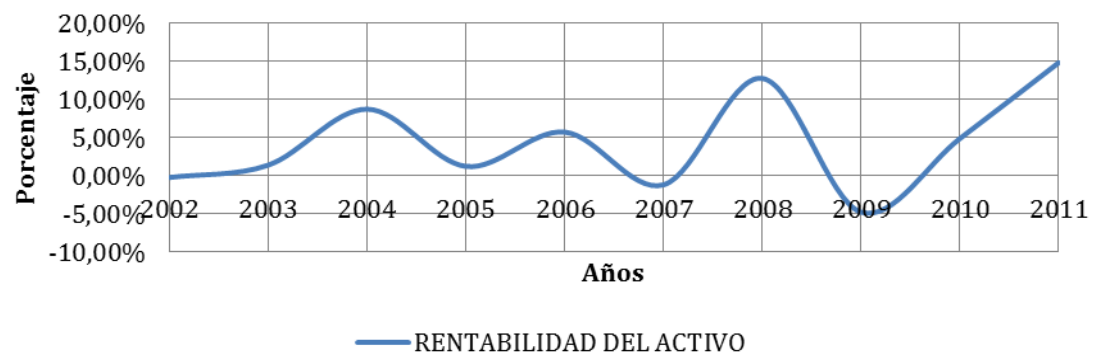
El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, han tenido bajas en el 2009 de 1,17% y en el 2003 el más alto en un 6,27%, por tener que mejorar la optimización de los activos operativos. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 3,96%, 6,27%, 4,45%, 3,83%, 6,17%, 2,02%, 2,96%, 1,176%, 1,29%, y 2,93%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.4 Activo Villegas & Cía.

Tabla 21. Rentabilidad del Activo Villegas & Cía. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	127.516	35%	(43.099)	6.561.863	-0,23%
2003	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	127.557	35%	293.081	7.340.438	1,40%
2004	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	195.014	35%	1.258.901	5.033.638	8,75%
2005	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	177.417	35%	419.587	11.943.142	1,23%
2006	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	142.745	35%	3.106.809	210.025	5,74%
2007	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	316.754	34%	(488.769)	13.941.452	-1,19%
2008	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	492.413	33%	6.360.453	16.401.858	12,80%
2009	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	672.286	33%	(2.095.956)	14.462.043	-4,78%
2010	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	885.536	33%	3.890.085	26.295.671	4,88%
2011	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	1.144.519	33%	5.985.258	13.290.821	14,86%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 22. Rentabilidad del Activo Villegas & Cía. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 23. Utilidad Villegas & Cía. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, han tenido bajas en el 2009 de -4,78% y en el 20011 el más alto en un 14,86%, por tener mejorar la optimización de los activos operativos, causado por los cambios de los activos operativas que en muchos años tuvo buenos movimientos de utilidad operativa, como el manejo de otros ingresos. Por cada unidad monetaria invertida en activos, la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: -0,23%, 1,40%, 8,75%, 1,23%, 5,74%, -1,19%, 12,80%, -4,78%, 4,88%, y 14,86%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.5 Prodex S.A.

Tabla 22. Rentabilidad del Activo Prodex S.A.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	800030594	PRODEX S.A.	314.928	35%	257.072	3.440.589	2,62%
2003	800030594	PRODEX S.A.	102.857	35%	109.140	3.478.165	1,10%
2004	800030594	PRODEX S.A.	24.241	35%	164.649	931.647	6,19%
2005	800030594	PRODEX S.A.	171.384	35%	367.824	2.888.639	4,46%
2006	800030594	PRODEX S.A.	91.871	35%	74.215	1.477.859	1,76%
2007	800030594	PRODEX S.A.	51.967	34%	210.695	3.445.976	2,08%
2008	800030594	PRODEX S.A.	241.627	33%	337.248	3.654.606	3,05%
2009	800030594	PRODEX S.A.	82.511	33%	130.752	5.219.307	0,83%
2010	800030594	PRODEX S.A.S	130.126	33%	171.614	4.704.874	1,20%
2011	800030594	PRODEX S.A.S	105.912	33%	212.570	5.118.366	1,37%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 24. Rentabilidad del Activo Prodex S.A. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 25. Utilidad Prodex S.A. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, han tenido bajas en el 2009 de 0,83% y en el 2004 el más alto en un 6,19%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido baja la rentabilidad, se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 2,62%, 1,10%, 6,19%, 4,46%, 1,76%, 2,08%, 3,05%, 0,83%, 1,20%, y 1,37%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.6 Carmona & Álvarez Cía. Ltda.

Tabla 23. Rentabilidad del Activo Carmona & Álvarez Cía. Ltda. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	800048518	CARMONA Y ALVAREZ CIA.LTDA.	110.922	35%	166.690	1.235.924	4,72%
2003	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	22.345	35%	88.657	1.241.989	2,50%
2004	800048518	CARMONA Y ALVAREZ CIA.LTDA.	73.925	35%	29.561	803.272	1,29%
2005	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	(29.453)	35%	16.536	819.300	0,71%
2006	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	48.145	35%	9.298	759.379	0,43%
2007	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	3.331	34%	62.660	987.322	2,16%
2008	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	20.631	33%	79.861	887.613	2,97%
2009	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	(259.883)	33%	62.435	1.066.680	1,93%
2010	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	(62.824)	33%	32.551	1.098.129	0,98%
2011	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	(38.976)	33%	84.978	1.091.833	2,57%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 26. Rentabilidad del Activo Carmona & Álvarez Cía. Ltda. 2002-2011.



Fuente: los autores.

Figura 27. Utilidad Carmona & Álvarez Cía. Ltda. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, han tenido bajas en el 2006 de 0,43% y en el 2002 el más alto en un 4,72%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido muy baja la rentabilidad, se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, al final genera utilidad en el ejercicio negativa por los costos financieros y otros. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 4,72%, 2,50%, 1,29%, 0,71%, 0,43%, 2,16%, 2,97%, 1,93%, 0,98%, y 2,57%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.7 Automotora de Occidente S.A.

Tabla 24. Rentabilidad del Activo Automotora de Occidente S.A. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	105.272	35%	133.322	1.871.266	2,49%
2003	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	265.186	35%	272.292	2.169.119	4,39%
2004	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	67.961	35%	312.322	576.767	18,95%
2005	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	130.558	35%	78.956	3.482.412	0,79%
2006	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	255.427	35%	380.586	3.596.389	3,70%
2007	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	298.388	34%	178.283	7.599.972	0,80%
2008	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	(306.048)	33%	(623.589)	5.849.122	-3,52%
2009	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	(118.330)	33%	(333.187)	6.391.852	-1,72%
2010	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	425.424	33%	111.992	8.036.842	0,46%
2011	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	(190.778)	33%	(310.416)	6.081.243	-1,68%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 28. Rentabilidad del Activo Automotora de Occidente S.A. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 29. Utilidad Automotora de Occidente S.A. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2008 de -3,52% y en el 2004 el más alto en un 18,95%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos ha sido muy baja la rentabilidad, se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, tiene una tendencia a la baja de la rentabilidad del activo, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos, la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 2,49%, 4,39%, 18,95%, 0,79%, 3,70%, 0,80%, -3,52%, -1,72%, 0,46%, y -1,68%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.8 Lagobo Distribuciones S.A. LGB S.A.

Tabla 25. Rentabilidad Activo Lagobo Distribuciones S.A. LGB S.A. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.	278.387	35%	62.908	11.174.463	0,20%
2003	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.	887.592	35%	722.114	13.370.317	1,89%
2004	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.	215.443	35%	843.472	6.739.916	4,38%
2005	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.	1.034.427	35%	461.218	16.608.647	0,97%
2006	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.	625.347	35%	859.682	9.351.115	3,22%
2007	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.	1.057.911	34%	791.452	21.809.634	1,23%
2008	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.	589.506	33%	531.261	22.895.770	0,77%
2009	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.	1.172.059	33%	1.298.481	26.051.668	1,64%
2010	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.	1.715.500	33%	2.403.658	30.144.494	2,63%
2011	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.	1.933.319	33%	1.873.537	32.628.727	1,89%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 30. Rentabilidad Activo Lagobo Distribuciones S.A. LGB S.A. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 31. Utilidad Lagobo Distribuciones S.A. LGB S.A. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2002 de 0,20% y en el 2004 el más alto en un 4,38%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos ha sido muy baja la rentabilidad, se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, tiene una tendencia a la baja de la rentabilidad del activo, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 0,20%, 1,89%, 4,38%, 0,97%, 3,22%, 1,23%, 0,77%, -1,64%, 2,63%, y 1,89%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.9 Casa del Bombillo N° 3 Ltda.

Tabla 26. Rentabilidad del Activo Casa del Bombillo N° 3 Ltda. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	436.117	35%	490.321	5.041.961	3,40%
2003	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	551.853	35%	580.021	7.146.635	2,84%
2004	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	680.810	35%	1.067.873	3.565.577	10,48%
2005	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	899.727	35%	876.518	9.889.826	3,10%
2006	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	511.606	35%	1.917.787	4.974.223	13,49%
2007	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	1.574.798	34%	1.073.265	14.859.075	2,46%
2008	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	962.021	33%	255.167	11.263.061	0,75%
2009	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	1.547.018	33%	1.313.535	13.460.015	3,22%
2010	800180748	CASA DEL BOMBILLO NO.3 S.A.S	2.038.893	33%	1.352.593	15.898.097	2,81%
2011	800180748	CASA DEL BOMBILLO NO.3 S.A.S	2.431.153	33%	1.141.282	18.235.856	2,07%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 32. Rentabilidad del Activo Casa del Bombillo N° 3 Ltda. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 33. Utilidad Casa del Bombillo N° 3 Ltda. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2002 de 0,75% y en el 2006 el más alto en un 13,49%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido muy baja la rentabilidad, se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, tiene una tendencia a la baja de la rentabilidad del activo, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007,

2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 3,40%, 2,84%, 10,48%, 3,10%, 13,49%, 2,46%, 0,75%, 3,22%, 2,81%, y 2,07%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.10 Dromayor Pereira S.A.

Tabla 27. Rentabilidad del Activo Dromayor Pereira S.A. 2002-2011.

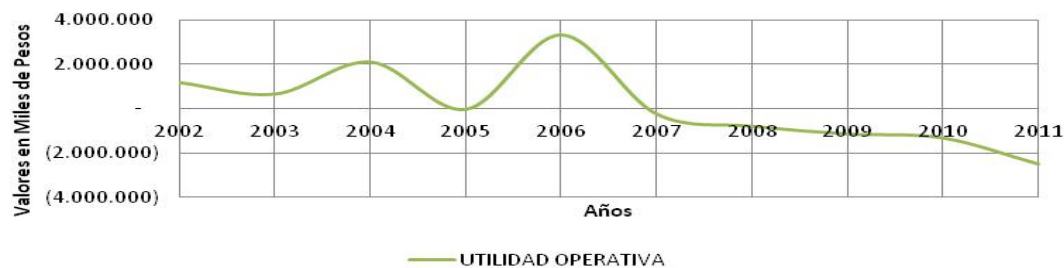
Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	628.437	35%	1.164.920	7.276.035	5,60%
2003	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	685.027	35%	652.434	7.035.498	3,25%
2004	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	314.180	35%	2.085.862	4.513.900	16,17%
2005	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	570.246	35%	(33.231)	9.885.615	-0,12%
2006	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	256.629	35%	3.301.727	7.795.636	14,82%
2007	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	(40.711)	34%	(245.732)	17.006.404	-0,49%
2008	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	(900.329)	33%	(793.288)	13.255.856	-1,97%
2009	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.S.	(95.994)	33%	(1.133.384)	12.564.009	-2,98%
2010	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.S.	(156.253)	33%	(1.315.203)	11.863.580	-3,66%
2011	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.S.	(2.266.113)	33%	(2.481.460)	15.339.876	-5,34%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 34. Rentabilidad del Activo Dromayor Pereira S.A. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 35. Utilidad Dromayor Pereira S.A. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2002 de -5,34% y en el 2006 el más alto en un 16,17%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos periodos ha sido muy baja (rentabilidad negativa), se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 5,60%, 3,25%, 16,17%, -0,12%, 14,82%, -0,49%, -1,97%, -2,98%, -3,66%, y -5,34%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.11 Audifarma S.A.

Tabla 28. Rentabilidad del Activo Audifarma S.A. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	816001182	AUDIFARMA S.A.	2.458.726	35%	2.580.134	10.222.061	8,83%
2003	816001182	AUDIFARMA S.A.	3.523.694	35%	4.159.385	13.200.070	11,03%
2004	816001182	AUDIFARMA S.A.	2.038.528	35%	3.009.774	12.774.620	8,25%
2005	816001182	AUDIFARMA S.A.	13.230.796	35%	12.553.326	48.414.681	9,08%
2006	816001182	AUDIFARMA S.A.	6.848.229	35%	6.231.431	26.403.544	8,26%
2007	816001182	AUDIFARMA S.A.	15.950.877	34%	17.776.905	94.439.649	6,40%
2008	816001182	AUDIFARMA S.A.	20.055.659	33%	21.674.123	115.976.587	6,17%
2009	816001182	AUDIFARMA S.A.	22.424.174	33%	33.652.237	243.849.143	4,55%
2010	816001182	AUDIFARMA S.A.	28.803.069	33%	31.269.941	283.341.039	3,64%
2011	816001182	AUDIFARMA S.A.	18.765.602	33%	10.629.437	412.876.142	0,85%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 36. Rentabilidad del Activo Audifarma S.A. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 37. Utilidad Audifarma S.A. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2002 de -5,34% y en el 2006 el más alto en un 16,17%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos ha sido muy baja (rentabilidad negativa), se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad netas en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 5,60%, 3,25%, 16,17%, -0,12%, 14,82%, -0,49%, -1,97%, -2,98%, -3,66% y -5,34%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.12 Comercializadora Santander S.A.

Tabla 29. Rentabilidad del Activo Comercializadora Santander S.A. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S	837.460	35%	669.961	10.495.090	2,23%
2003	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S	287.017	35%	36.676	11.458.331	0,11%
2004	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S	284.015	35%	1.407.954	6.831.755	7,21%
2005	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S	126.028	35%	150.744	18.270.247	0,29%
2006	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S	515.178	35%	1.178.749	10.846.515	3,80%
2007	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S	1.270.394	34%	2.216.473	21.656.523	3,48%
2008	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S	1.403.524	33%	2.145.166	23.366.904	3,03%
2009	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S	478.455	33%	1.405.717	17.162.236	2,70%
2010	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S	944.863	33%	1.518.981	24.189.978	2,07%
2011	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S	1.190.308	33%	2.332.783	30.536.314	2,52%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 38. Rentabilidad del Activo Comercializadora Santander S.A. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 39. Utilidad Comercializadora Santander S.A. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2002 de 0,11% y en el 2006 el más alto en un 3,8%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos ha sido muy baja la rentabilidad, se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad netas, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 2,23%, 0,11%, 7,21%, 0,29%, 3,80%, 3,48%, 3,03%, 2,70%, 2,07% y 2,52%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.13 Caldas Motor S.A.

Tabla 30. Rentabilidad del Activo Caldas Motor S.A. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	255.477	35%	128.549	1.973.686	2,28%
2003	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	416.247	35%	118.810	2.731.815	1,52%
2004	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	83.390	35%	274.573	925.004	10,39%
2005	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	534.334	35%	379.590	3.143.760	4,23%
2006	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	123.911	35%	327.819	1.337.252	8,58%
2007	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	295.413	34%	(82.261)	4.706.307	-0,59%
2008	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	(89.707)	33%	(369.171)	3.118.616	-3,91%
2009	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	539.304	33%	(141.794)	3.744.958	-1,25%
2010	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	580.667	33%	(489.576)	5.216.808	-3,10%
2011	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	351.190	33%	(496.965)	5.348.394	-3,07%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 40. Rentabilidad del Activo Caldas Motor S.A. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 41. Utilidad Caldas Motor S.A.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2008 de -3,91% y en el 2004 el más alto en un 10,39%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido muy baja (rentabilidad, negativa) en los últimos años; se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011;

con rendimiento en el activo: 2,28%, 1,52%, 10,39%, 4,23%, 8,58%, -0,59%, -3,91%, -1,25%, -3,10% y -3,07%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.14 Alcides Arévalo V. & Cía. Ltda.

Tabla 31. Rentabilidad del Activo Alcides Arévalo V. & Cía Ltda. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891400005	ALCIDES AREVALO V Y CIA LTDA	308.193	35%	1.645.034	7.198.276	8,00%
2003	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	3.577.336	35%	1.141.730	5.838.715	6,84%
2004	891400005	ALCIDES AREVALO V Y CIA LTDA	471.344	35%	1.157.470	6.425.948	6,30%
2005	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	2.809.481	35%	3.058.764	12.580.990	8,51%
2006	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	702.067	35%	763.540	7.764.789	3,44%
2007	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	1.650.680	34%	2.301.404	11.757.223	6,66%
2008	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	2.055.545	33%	2.257.340	20.995.819	3,55%
2009	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	2.615.022	33%	1.564.348	21.643.897	2,39%
2010	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	3.043.163	33%	2.544.102	23.725.877	3,54%
2011	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	1.714.139	33%	1.372.409	26.810.879	1,69%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 42. Rentabilidad del Activo Alcides Arévalo V. & Cía Ltda. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 43. Utilidad Alcides Arévalo V. & Cía. Ltda. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2011 de 1,69% y en el 2005 el más alto en un 8,51%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido muy baja la (rentabilidad negativa) en los últimos años; se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, y 2011; con rendimiento en el activo: 8,00%, 6,84%, 6,30%, 8,51%, 3,44%, 6,66%, 3,55%, 2,39%, 3,54%, y 1,69%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.15 Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda.

Tabla 32. Rentabilidad del Activo Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891400924	BERNARDO ANGEL M Y CIA LTDA	(18.923)	35%	(25.462)	194.453	-4,58%
2003	891400924	BERNARDO ANGEL M Y CIA LTDA	78.864	35%	7.953	259.817	1,07%
2004	891400924	BERNARDO ANGEL M Y CIA LTDA	(5.255)	35%	115.570	217.433	18,60%
2005	891400924	BERNARDO ANGEL M Y CIA LTDA	112.968	35%	88.395	526.014	5,88%
2006	891400924	BERNARDO ANGEL M Y CIA LTDA	17.088	35%	73.755	346.142	7,46%
2007	891400924	BERNARDO ANGEL M Y CIA LTDA	37.129	34%	(28.449)	678.934	-1,42%
2008	891400924	BERNARDO ANGEL M Y CIA LTDA	(31.584)	33%	(89.135)	567.098	-5,19%
2009	891400924	BERNARDO ANGEL M Y CIA LTDA	(67.246)	33%	(143.317)	604.631	-7,82%
2010	891400924	BERNARDO ANGEL M Y CIA LTDA	293.346	33%	186.412	592.865	10,38%
2011	891400924	BERNARDO ANGEL M Y CIA LTDA	468.852	33%	(27.299)	551.276	-1,63%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 44. Rentabilidad del Activo Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 45. Utilidad Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2009 de -7,46% y en el 2004 el más alto en un 18,60%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos ha sido muy baja la rentabilidad, negativa en los últimos años, con un gran impacto positivo en el 2010; se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: -4,58%, 1,07%,

18,60%, 5,88%, 7,46%, -1,42%, -5,19%, -7,82%, 10,38% y -1,63%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.16 Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A.

Tabla 33. Rentabilidad del Activo Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX	193.044	35%	173.654	2.556.920	2,38%
2003	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX	225.105	35%	196.848	3.102.525	2,22%
2004	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX	32.766	35%	157.093	913.577	6,02%
2005	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX	111.475	35%	127.042	2.865.568	1,55%
2006	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX	191.249	35%	386.782	1.960.087	6,91%
2007	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX	704.957	34%	531.931	8.604.305	2,10%
2008	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX	769.615	33%	552.202	9.250.538	1,97%
2009	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX	867.523	33%	750.753	9.592.733	2,58%
2010	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX	1.011.615	33%	940.248	12.518.049	2,48%
2011	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX	1.236.696	33%	1.370.591	13.035.177	3,47%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 46. Rentabilidad del Activo Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 47. Utilidad Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2011 de 1,55% y en el 2005 el más alto en un 6,91%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido baja la rentabilidad; se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 2,38%, 2,22%, 6,02%, 1,55%, 6,91%, 2,10%, 1,97%, 2,58%, 2,48% y 3,47%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.17 Morales Monsalve Hermanos Ltda.

Tabla 34. Rentabilidad del Activo Morales Monsalve Hermanos Ltda. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS	1.192.630	35%	828.651	4.988.287	5,81%
2003	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS	767.263	35%	12.562	5.548.637	0,08%
2004	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS	211.741	35%	1.041.193	5.653.657	6,45%
2005	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS	656.416	35%	(289.334)	5.413.475	-1,87%
2006	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS	157.225	35%	1.155.518	6.045.171	6,69%
2007	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS	927.574	34%	196.173	6.283.632	1,06%
2008	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS	631.373	33%	(49.100)	6.768.102	-0,24%
2009	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS	626.080	33%	(326.309)	6.178.512	-1,74%
2010	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS	516.307	33%	315.540	7.178.094	1,45%
2011	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS	63.847	33%	(561.267)	8.340.142	-2,22%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 48. Rentabilidad del Activo Morales Monsalve Hermanos Ltda. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 49. Utilidad Morales Monsalve Hermanos Ltda. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2011 de -2,22% y en el 2005 el más alto en un 6,69%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido baja la rentabilidad; se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 5,81%,

0,08%, 6,45%, -1,85%, 6,69%, 1,06%, -0,24%, -1,74%, 1,45% y -2,22%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.18 Distribuidora Grancolombiana Ltda.

Tabla 35. Rentabilidad del Activo Distribuidora Grancolombiana Ltda. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIAN	84.205	35%	246.204	540.496	15,94%
2003	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIAN	75.152	35%	197.276	693.322	9,96%
2004	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIAN	5.070	35%	19.445	334.671	2,03%
2005	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIAN	43.079	35%	111.835	324.981	12,04%
2006	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIAN	4.327	35%	71.551	14.282	17,35%
2007	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIAN	50.263	34%	18.978	353.703	1,82%
2008	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIAN	81.440	33%	60.363	381.807	5,22%
2009	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIAN	80.583	33%	76.892	533.588	4,76%
2010	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIAN	97.543	33%	130.740	793.110	5,44%
2011	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIAN	135.874	33%	204.338	863.620	7,81%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 50. Rentabilidad del Activo Distribuidora Grancolombiana Ltda. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 51. Utilidad Distribuidora Grancolombiana Ltda. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2011 de 1,82% y en el 2005 el más alto en un 17,35%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido baja la rentabilidad; se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 15,94%, 9,96%, 2,03%, 12,04%, 17,35%, 1,82%, 5,22%, 4,76%, 5,44% y 7,81%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.19 Tulio Henao & Cía. Ltda.

Tabla 36. Rentabilidad del Activo Tulio Henao & Cía. Ltda. 2002-2011.

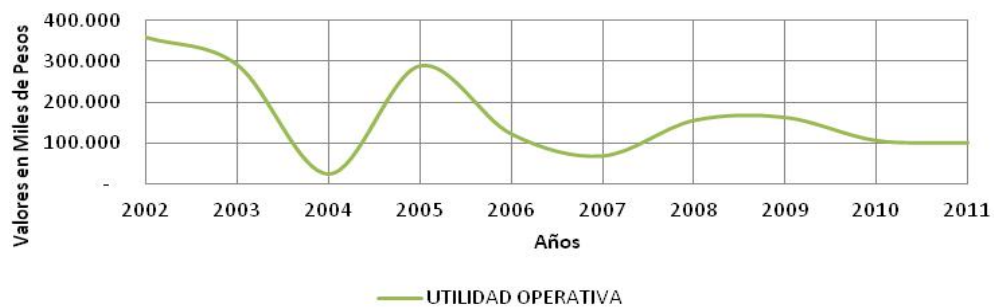
Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891407965	TULIO HENAO Y CIA LTDA	101.817	35%	356.955	1.690.060	7,39%
2003	891407965	TULIO HENAO S.A.	62.011	35%	290.783	1.889.510	5,39%
2004	891407965	TULIO HENAO Y CIA LTDA	(65.909)	35%	27.141	1.443.162	0,66%
2005	891407965	TULIO HENAO S.A.	130.024	35%	288.274	1.943.433	5,19%
2006	891407965	TULIO HENAO S.A.	(14.434)	35%	124.046	530.531	8,18%
2007	891407965	TULIO HENAO S.A.	129.327	34%	70.662	1.692.721	1,42%
2008	891407965	TULIO HENAO S.A.	113.878	33%	156.358	2.861.226	1,80%
2009	891407965	TULIO HENAO S.A.	92.865	33%	163.826	2.201.549	2,46%
2010	891407965	TULIO HENAO S.A.	82.751	33%	107.902	2.138.843	1,66%
2011	891407965	TULIO HENAO S.A.	94.564	33%	102.432	2.109.494	1,60%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 52. Rentabilidad del Activo Tulio Henao & Cía. Ltda. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 53. Utilidad Tulio Henao & Cía. Ltda. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2004 de 0,66% y en el 2006 el más alto en un 8,18%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido baja la rentabilidad; se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 7,39%, 5,39%, 0,66%,

5,19%, 8,18%, 1,42%, 1,80%, 2,46%, 1,66% y 1,60%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.20 Lubrillantas Ltda. (en acuerdo de reestructuración)

Tabla 37. Rentabilidad del Activo Lubrillantas Ltda. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891408161	LUBRILLANTAS LTDA EN ACUERDO	153.761	35%	197.895	1.155.414	5,99%
2003	891408161	LUBRILLANTAS LTDA EN ACUERDO	77.391	35%	114.280	1.110.770	3,60%
2004	891408161	LUBRILLANTAS LTDA EN ACUERDO	55.519	35%	10.758	490.497	0,77%
2005	891408161	LUBRILLANTAS LTDA EN ACUERDO	91.342	35%	74.461	1.976.005	1,32%
2006	891408161	LUBRILLANTAS LTDA EN ACUERDO	99.664	35%	37.684	520.634	2,53%
2007	891408161	LUBRILLANTAS LTDA.	58.344	34%	85.901	3.119.834	0,94%
2008	891408161	LUBRILLANTAS LTDA.	(31.950)	33%	(136.635)	2.617.278	-1,72%
2009	891408161	LUBRILLANTAS LTDA.	53.042	33%	265.647	2.436.716	3,60%
2010	891408161	LUBRILLANTAS S.A.S	(541.137)	33%	(467.154)	1.327.205	-11,62%
2011	891408161	LUBRILLANTAS S.A.S	(563.259)	33%	(71.054)	965.460	-2,43%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 54. Rentabilidad del Activo Lubrillantas Ltda. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 55. Utilidad Lubrillantas Ltda. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2010 de -11,62% y en el 2002 el más alto en un 5,99%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido muy baja la rentabilidad; se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 5,99%, 3,60%, 0,77%, 1,32%, 2,53%, 0,94%, -1,72%, 3,60%, -11,62% y -2,43%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.21 Unicamperos Ltda.

Tabla 38. Rentabilidad del Activo Unicamperos Ltda. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891408316	UNICAMPEROS LTDA	386.834	35%	1.245.202	8.343.052	5,22%
2003	891408316	UNICAMPEROS S.A.	5.055.837	35%	940.988	7.428.769	4,43%
2004	891408316	UNICAMPEROS LTDA	(156.918)	35%	119.463	2.336.204	1,79%
2005	891408316	UNICAMPEROS S.A.	844.170	35%	403.976	4.993.435	2,83%
2006	891408316	UNICAMPEROS S.A.	(12.796)	35%	352.515	5.270	2,18%
2007	891408316	UNICAMPEROS S.A.	294.893	34%	224.690	1.989.024	3,84%
2008	891408316	UNICAMPEROS S.A.	246.796	33%	216.854	1.889.062	3,79%
2009	891408316	UNICAMPEROS S.A.	255.152	33%	216.191	796.375	8,96%
2010	891408316	UNICAMPEROS S.A.	248.828	33%	193.411	1.214.054	5,26%
2011	891408316	UNICAMPEROS S.A.	250.101	33%	176.394	1.378.879	4,22%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 56. Rentabilidad del Activo Unicamperos Ltda. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 57. Utilidad Unicamperos Ltda. 2002-2011.

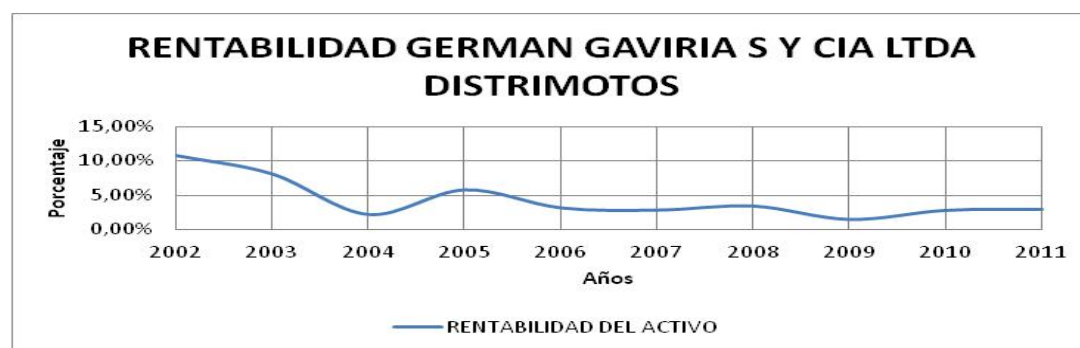
El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2004 de 1,79% y en el 2009 el más alto en un 8,96%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos periodos, ha sido muy baja la rentabilidad; se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 5,22%, 4,43%, 1,79%, 2,83%, 2,18%, 3,84%, 3,79%, 8,96%, 5,26% y 4,22%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.22 Germán Gaviria S. & Cía. Ltda. Distrimotos

Tabla 39. Rentabilidad Activo Germán Gaviria S. & Cía. Ltda. Distrimotos 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	478.295	35%	2.045.721	6.681.080	10,72%
2003	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	667.077	35%	1.553.024	6.732.531	8,07%
2004	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	464.809	35%	328.206	5.111.628	2,25%
2005	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	706.931	35%	1.131.492	6.844.694	5,79%
2006	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA. LTDA. DI	450.539	35%	743.061	8.118.099	3,20%
2007	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA. LTDA. DI	746.925	34%	1.143.417	13.510.798	2,88%
2008	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA. LTDA. DI	122.711	33%	1.683.565	16.073.452	3,46%
2009	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA. LTDA. DI	542.201	33%	712.417	15.264.680	1,54%
2010	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA. LTDA. DI	806.728	33%	1.662.050	19.285.842	2,84%
2011	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA. LTDA. DI	620.394	33%	1.712.061	18.931.345	2,98%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 58. Rentabilidad Activo Germán Gaviria S. & Cía. Ltda. Distrimotos 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 59. Utilidad Germán Gaviria S. & Cía. Ltda. Distrimotos 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2004 de 1,54% y en el 2009 el más alto en un 10,72%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido muy baja la rentabilidad; se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 10,72%, 8,07%, 2,25%, 5,79%, 3,20%, 2,88%, 3,46%, 1,54%, 2,84% y 2,98%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.23 Tecnodiesel Limitada

Tabla 40. Rentabilidad del Activo Tecnodiesel Ltda. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	399.929	35%	840.753	4.584.767	6,42%
2003	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	537.641	35%	771.804	5.377.806	5,02%
2004	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	289.950	35%	647.475	3.059.791	7,41%
2005	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	904.443	35%	1.052.669	7.728.356	4,77%
2006	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	572.009	35%	415.684	6.087.269	2,39%
2007	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	1.308.324	34%	1.636.053	12.383.657	4,49%
2008	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	499.971	33%	569.901	14.483.321	1,30%
2009	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	913.080	33%	1.724.034	11.813.390	4,82%
2010	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	926.317	33%	1.203.463	10.844.901	3,66%
2011	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	1.194.175	33%	1.620.718	13.029.247	4,10%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 60. Rentabilidad del Activo Tecnodiesel Ltda. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 61. Utilidad Tecnodiesel Ltda. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2008 de 1,30% y en el 2002 el más alto en un 6,42%, pero el movimiento de estos años es muy cambiante, mantiene una buena inversión que en algunos períodos, ha sido muy baja la rentabilidad; se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 6,42%, 5,02%, 7,41%, 4,77%, 2,39%, 4,49%, 1,30%, 4,82%, 3,66% y 4,10%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.24 Autos de Risaralda S.A.

Tabla 41. Rentabilidad del Activo Autos de Risaralda S.A. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	823.228	35%	563.627	3.041.292	6,49%
2003	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	835.829	35%	575.335	3.604.003	5,59%
2004	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	196.396	35%	464.470	1.314.725	12,36%
2005	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	207.874	35%	(330.353)	3.263.123	-3,54%
2006	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	133.651	35%	866.225	703.346	43,11%
2007	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	396.491	34%	(126.396)	4.085.587	-1,05%
2008	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	27.892	33%	(886.997)	2.410.441	-12,14%
2009	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	243.591	33%	(758.898)	3.310.215	-7,57%
2010	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	406.975	33%	(755.451)	3.225.148	-7,73%
2011	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	192.981	33%	(703.831)	2.805.754	-8,28%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 62. Rentabilidad del Activo Autos de Risaralda S.A. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 63. Utilidad Autos de Risaralda S.A. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2008 de -12,14% y en el 2006 el más alto en un 43,11%, pero el movimiento de estos años tiene cambios bruscos en la rentabilidad unos muy bajos y otros altos, mantiene un buen nivel de inversión en algunos períodos; en los últimos años la rentabilidad es negativa en su parte operativa, la utilidad del ejercicio es positiva por el manejo de otros ingresos. Se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 6,49%, 5,59%, 12,36%, -3,54%, 43,11%, -1,05%, -12,14%, -7,57%, -7,73% y -8,28%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.25 Eve Distribuciones S.A.

Tabla 42. Rentabilidad del Activo Eve Distribuciones S.A. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	2.271.826	35%	957.237	17.686.851	1,89%
2003	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	1.783.191	35%	(359.264)	19.793.431	-0,64%
2004	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	1.248.510	35%	3.086.328	13.944.975	7,75%
2005	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	1.229.916	35%	1.052.889	26.963.137	1,37%
2006	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	445.282	35%	2.752.770	20.653.118	4,67%
2007	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	890.569	34%	1.167.141	32.053.393	1,24%
2008	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	855.593	33%	(280.379)	28.837.443	-0,32%
2009	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	3.309.578	33%	1.971.177	31.469.790	2,07%
2010	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A.S	4.026.743	33%	2.105.328	39.659.986	1,75%
2011	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A.S	4.734.948	33%	2.767.881	45.432.810	2,01%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 64. Rentabilidad del Activo Eve Distribuciones S.A. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 65. Utilidad Eve Distribuciones S.A. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2008 de -0,32% y en el 2004 el más alto en un 7,75%, pero el movimiento de estos años no es muy estable, mantiene un buen nivel de inversión en algunos períodos. Se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 1,89%, -0,64%, 7,75%, 1,37%, 4,67%, 1,24%, -0,32%, 2,07%, 1,75% y 2,01%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.26 Inversiones Radio & Partes Ltda.

Tabla 43. Rentabilidad del Activo Inversiones Radio & Partes Ltda. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LTD.	226.375	35%	254.444	2.616.253	3,40%
2003	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LTD.	331.905	35%	323.383	2.220.465	5,10%
2004	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LTD.	105.180	35%	162.538	1.100.804	5,17%
2005	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LTD.	477.426	35%	500.000	2.571.143	6,81%
2006	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LTD.	172.391	35%	62.383	943.075	2,32%
2007	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LTD.	650.445	34%	637.196	2.752.668	7,87%
2008	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LTD.	513.489	33%	490.169	2.644.531	6,12%
2009	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LTD.	499.257	33%	479.003	2.628.783	6,01%
2010	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES S.A.S	729.265	33%	676.267	2.775.069	8,04%
2011	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES S.A.S	910.709	33%	891.761	3.187.148	9,23%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 66. Rentabilidad del Activo Inversiones Radio & Partes Ltda. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 67. Utilidad Inversiones Radio & Partes Ltda. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2008 de 2,32% y en el 2004 el más alto en un 9,23%, pero el movimiento de estos años no es estable, mantiene un buen nivel de inversión en algunos períodos, un crecimiento en el rendimiento en los últimos tres años. Se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 3,40%, 5,10%, 5,17%, 6,81%, 2,32%, 7,87%, 6,12%, 6,01%, 8,04% y 9,23%, unidades monetarias respectivamente.

7.4.27 Drolicores Ltda.

Tabla 44. Rentabilidad del Activo Drolicores Ltda. 2002-2011.

Año	NIT	Razón Social	UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS	%impuesto	UTILIDAD OPERATIVA	ACTIVOS OPERATIVOS	RENTABILIDAD DEL ACTIVO
2002	891410994	DROLICORES LTDA	733.398	35%	973.946	2.489.390	13,69%
2003	891410994	DROLICORES LTDA	1.575.882	35%	1.657.905	2.154.811	26,93%
2004	891410994	DROLICORES LTDA	(14.620)	35%	225.448	1.147.732	6,88%
2005	891410994	DROLICORES LTDA	(40.044)	35%	(86.738)	2.726.997	-1,11%
2006	891410994	DROLICORES LTDA	37.252	35%	266.488	924.143	10,09%
2007	891410994	DROLICORES LTDA	486.229	34%	364.587	4.150.481	2,99%
2008	891410994	DROLICORES LTDA	275.472	33%	316.076	3.902.094	2,67%
2009	891410994	DROLICORES LTDA	74.195	33%	110.490	4.105.168	0,89%
2010	891410994	DROLICORES LTDA	(226.702)	33%	(98.390)	4.385.631	-0,74%
2011	891410994	DROLICORES LTDA	(32.738)	33%	5.985	5.098.289	0,04%

Fuente: Los autores.



Fuente: Los autores.

Figura 68. Rentabilidad del Activo Drolicores Ltda. 2002-2011.



Fuente: Los autores.

Figura 69. Utilidad Drolicores Ltda. 2002-2011.

El rendimiento del activo o rendimiento de la inversión de recursos en las actividades del negocio, ha tenido baja en el 2005 de -1,11% y en el 2003 el más alto en un 26,93%, se tiene cambios bruscos en su movimiento, pero maneja una tendencia a la baja, con utilidades muy bajas y negativas. Se debe analizar por qué estos recursos no se están optimizando o rotando mejor, se debe mejorar en la planeación en producción y ventas. Por cada unidad monetaria invertida en activos la empresa obtiene esa cantidad de unidades monetarias de utilidad neta, en los años 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007,

2008, 2009, 2010 y 2011; con rendimiento en el activo: 13,69%, 26,93%, 6,88%, -1,11%, 10,09%, 2,99%, 2,67%, 0,89%, -0,74% y 0,04%, unidades monetarias respectivamente.

8. Conclusiones

Durante la década del 2002 al 2011, en cuanto al entorno económico se refiere, se evidencia cambios en la percepción de confianza debido a las políticas de seguridad que desarrolló el gobierno, esto permitió la entrada de capital extranjero a la región. El PIB regional de Risaralda frente al IGBC presenta una correlación positiva casi perfecta entre los dos indicadores; reflejando una relación directamente proporcional. Como lo afirman Lucas, Brock y Merton en su estudio, ellos relacionan los rendimientos que tienen los activos financieros con la producción del sector real. La rentabilidad que poseen las acciones tiene una relación directa con las tasas de crecimiento económico. Junto a los buenos manejos de las tasa de interés por las políticas del banco de la republica, se puede obtener un escenario donde se minimicen los precios futuros y una inflación controlada, generando un ambiente propicio al gasto de los hogares, al ahorro y la inversión. La inversión es uno de los principales jalonadores del crecimiento económico. Vemos pues que la tasa de interés DTF a sido estable y controlada mediante políticas monetarias, evitando el encarecimiento de los créditos, permitiendo que los empresarios de la región adquieran recursos y como lo afirma North el sistema bancario es uno de los autores principales para el logro del desarrollo y crecimiento de un país, en la medida que las condiciones financieras de la economía sean mejores o más apropiadas se tendrá un mayor crecimiento. Las condiciones financieras y de mercado estaban dadas para generar crecimiento económico, esto basados en la teoría de Levine .

En cuanto a los flujos de efectivo neto del sector comercio, se pudo analizar como tiene altibajos tanto positivos como negativos, las actividades de operación y de inversión son financiadas. En el sector de comercio, la mayor inversión son los inventarios, por esta razón se puede decir que manejan mucha financiación como lo afirma Fisher, la inversión se puede definir como “el incremento de la capacidad de la economía para producir en el futuro, para tener buena cantidad de productos a la venta y así responder a los consumidores. Los flujos de efectivos que provienen de la inversión tienden a ser negativos, las inversiones que se observan son certificados de depósito fijo, cuentas de ahorro y fiducias. Son inversiones diferentes a la actividad principal, que no aportan mucho al crecimiento de la economía. Levine (1997) afirma que el sistema financiero es el encargado de proveer parte de la liquidez necesaria que demandan las empresas para poder realizar sus inversiones, se nombra que en parte, ya que el total de la liquidez proviene de la suma de los créditos y los excedentes de liquidez que las empresas obtienen por su ejercicio comercial. En el flujo de efectivo de actividades de financiación se dan los medios para aportar, retirar y pagar fondos. Si obtengo mayor liquidez, se convierte en inversión. Esta relación se encuentra en el sector comercio del departamento de Risaralda, las empresas acuden al sistema financiero para apalancar la inversión y la operación, y en la medida que dispongan de mayores recursos – mayor liquidez, se genera un crecimiento en la economía regional. Mediante la inversión por medio del apalancamiento del sistema financiero se puede tener una mayor innovación y desarrollo en el sector, como lo afirman Grossman y Helpman (1991), Podemos observar que el resultado de la investigación muestra que mientras las empresas del sector,

estudiado, tengan una demanda alta de recursos financieros los cuales en su mayoría son orientados a mejorar su productividad, disminuir costos y mejorar sus ingresos

De las 26 empresas del Sector Comercial encontramos una rentabilidad positiva que corresponde al 2,87% promedio, siendo esta una rentabilidad baja en el periodo estudiado 2002-2011. Vemos que algunas empresas crecen mas que otras y jalonan el promedio del sector, ya que no todas son rentables en su actividad principal. Se observa que en el sector hay un crecimiento tímido.

9. Recomendaciones

Los resultados deben de ser difundidos a los empresarios del sector comercial, como una herramienta de análisis para ser usada en la toma de decisiones financieras desde la operación, inversión y financiación de la organización, contribuyendo al crecimiento de la región.

Se recomienda por parte de los investigadores que el producto de esta investigación sea abordado en estudios posteriores a otras regiones, de tal manera que se lograra en la medida de lo posible un estudio a nivel nacional, lo cual permitiría un análisis mas profundo y real del sector analizado.

En las áreas financieras de las empresas este tipo de estudios sirven para conocer los procedimientos de la economía regional como un punto de interés de acuerdo en la ciudad donde se encuentran.

Bibliografía

Apalancamiento financiero: ¿cuándo puede ser correcto endeudarse? (2003). Tomado de <http://www.eumed.net/cursecon/colaboraciones/procap-apalanca.htm>

Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2005). Bogotá, D.C.

Banco de la República. (2003). Boletín Económico Regional – Eje Cafetero. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/noviembre-19>

Banco de la República. (2004). Boletín Económico Regional – Eje Cafetero. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/noviembre-18>

Banco de la República. (2005). Boletín Económico Regional – Eje Cafetero. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/tercer-trimestre-30>

Banco de la República. (2006). Boletín Económico Regional – Eje Cafetero. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/cuarto-trimestre-28>

Banco de la República. (2007). Boletín Económico Regional – Eje Cafetero. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/cuarto-trimestre-27>

Banco de la República. (2008). Boletín Económico Regional – Eje Cafetero. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/cuarto-trimestre-26>

Banco de la República. (2009). Boletín Económico Regional – Eje Cafetero. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/cuarto-trimestre-25>

Banco de la República. (2010). Boletín Económico Regional – Eje Cafetero. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/cuarto-trimestre-24>

Banco de la República. (2011). Boletín Económico Regional – Eje Cafetero. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/node/26476>

Banco de la República. (2011). Tasa representativa del mercado. Tomado de: <http://www.banrep.gov.co/es/trm>

Banco de la República. Tasas de captaciones semanales y mensuales. Tomado de http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_tas_inter_capt_sem_men.htm

Banco de la República. Tasas de colocación. Tomado de http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_tas_inter5.htm

Bolsa de Valores de Colombia. Tomado de: www.bvc.com.co

Cámara de Comercio de Pereira. Investigaciones socioeconómicas. Tomado de http://www.camarapereira.org.co/es/ipaginas/ver/G111/21/investigaciones_socioecon%20micas/

DANE. (2002). ICER informe de Coyuntura Económica Regional de Risaralda. Tomado de <http://www.dane.gov.co/files/icer/2002/risaralda/t1.pdf>

DANE. (2003). ICER informe de Coyuntura Económica Regional de Risaralda. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/segundo-semester-96>

DANE. (2004). ICER informe de Coyuntura Económica Regional de Risaralda. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/segundo-semester-95>

DANE. (2005). ICER informe de Coyuntura Económica Regional de Risaralda. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/primer-semester-97>

DANE. (2006). ICER informe de Coyuntura Económica Regional de Risaralda. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/segundo-semester-93>

DANE. (2007). ICER informe de Coyuntura Económica Regional de Risaralda. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/o-2007-21>

DANE. (2008). ICER informe de Coyuntura Económica Regional de Risaralda. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/segundo-semester-92>

DANE. (2009). ICER informe de Coyuntura Económica Regional de Risaralda. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/o-2009-21>

DANE. (2010). ICER informe de Coyuntura Económica Regional de Risaralda. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/publicacion/o-2010-16>

DANE. (2011). ICER informe de Coyuntura Económica Regional de Risaralda. Tomado de <http://www.banrep.gov.co/es/node/29158>

DANE. Índice de precio al consumidor. 2011. Tomado de: <http://www.banrep.gov.co/es/ipc>

Departamento Nacional de Planeación. Indicadores de Impacto.

León, Carlos y Miranda, María. (2013). Análisis macroeconómico para la empresa.

Portafolio. Colombia registra su peor caída del año. (2010). Tomado de: <http://www.portafolio.co/economia/bolsa-colombia-registra-su-peor-caida-del-ano>

Reporte de estabilidad financiera, realizado por el Banco de la Republica (2012). Tomado de http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/ref_mar_2012.pdf

Rodríguez, Alex Mauricio. (2009). En informe Análisis General del Comportamiento de la Economía Colombiana. Tomado de <http://economyworld.webnode.es/products/analisis-del-comportamiento-del-pib-colombiano-2000-2007/>

Superintendencia de Sociedades. (2011-2012). Tomado de <http://sirem.supersociedades.gov.co/Sirem2/index.jsp>

Abel, A. Bernanke, B. (2005): Macroeconomía. Editorial Pearson education, cuarta edición, Madrid España, pg. 31 – 33.

- Andersen, A. (1999): Diccionario de economía y negocios. Editorial Espasa Madrid España, Pg. 524.
- Brigham, F. (1994): Fundamentos de administración financiera. Editorial Mc Graw Hill. Décima edición, México, pg. 58.
- Cárdenas, S. M. (2007): Introducción a la economía Colombiana. Editorial Alfaomega, Bogotá, pg. 25 – 78.
- Dechow, P. Kothari, S. P. y Watts, R. L. (1998): the relation between earnings and cash flows. Journal of accounting and economics. sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410198000202.
- Dornbusch, R. Fischer, S. (1994): Macroeconomía. Editorial Mc Graw Hill, sexta edición, Madrid España, Pg. 31 – 35.
- Gabás, F. (1994): capacidad predictiva de los componentes del beneficio: flujos de tesorería y ajustes corto – largo plazo. Revista española de financiación y contabilidad. Vol. 24, No. 78, pg. 107 -142.
- Gaitán, E. R. (2009): estado de flujos de efectivo y de otros flujos de fondos. Ecoe ediciones. Bogotá, Pg. 6 – 7.
- García., O. (1999): Administración financiera fundamentos y aplicaciones. Tercera edición. Editorial prensa Moderna, Cali Colombia, pg. 13.
- Giner, B. I. (1996): análisis dinámico de la capacidad de los flujos de fondos para determinar los futuros flujos de caja. Revista española de financiación y contabilidad. Vol. 25. No. 86, pg. 9 – 34.
- Gitman, J. L. (1978): fundamentos de administración financiera. Editorial Harla S.A. México, pg. 106.
- Gregorio, de J. (2007): Macroeconomía teoría y políticas. Editorial Prentice Hall, México, pg. 267 – 282.

- Kim, M y Kross, W. (2005): the ability of earnings to predict future operating cash flows has been increasing – not decreasing. Wiley on behalf of accounting research. Vol. 43, pg. 753 – 780.
- Navarro, D. (2002): Decisiones financieras. Universidad Nacional de Colombia. Primera edición. Pg. 132.
- Ortiz, H. (2004): Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera. Doceava edición, Editorial Universidad Externado de Colombia, Bogotá, pg. 351.
- Parkin, M (2004): Economía Sexta edición. Editorial Pearson education, México, pg. 434 – 437.
- Ross, S. A. Westerfield, R. W. y Jordan, B. D. (1997): Fundamentos de finanzas corporativas. Segunda edición, editorial MC Graw Hill, España (Madrid) pg. 34 – 35.
- Weston, J y Copeland, T. (1995): Finanzas en administración. Novena edición. Editorial Mc Graw Hill, México, pg. 34 – 36.
- Wilson Yesid Sánchez Cárdenas – Juan Francisco Amaya Vargas, (15 de agosto de 2006): El IGBC como predictor del ciclo Económico en Colombia. <http://intellectum.unisabana.edu.co:8080/jspui/bitstream/10818/5883/1/127817.pdf>
- Harrod – Domar. (Diciembre del 2009). Crecimiento Económico – Modelos de Crecimiento Económico. http://www.hacienda.go.cr/cifh/sidovih/cursos/material_de_apoyo-F-C-CIFH/2MaterialdeapoyocursosCICAP/7EstructuraEconomica/Modelosdecrececonomico.pdf
- Rodríguez, Alex Mauricio (2009). Análisis general del comportamiento de la Economía Colombiana. Basado en Introducción a la Economía Colombiana. Cárdenas. Capítulo 2, pág. 51. <file:///C:/Users/Gobernaci%C3%B3n%20Caldas/Downloads/AN%C3%81LISIS%20GENERAL%20DEL%20COMPORTAMIENTO%20DE%20LA%20ECONOMIA%20COLOMBIANA.pdf>

Noemi Levy Orlik .Tasas de interés, demanda efectiva y crecimiento económico.
Economía unam vol. 9 núm. 25.
<http://www.economia.unam.mx/publicaciones/nueva/econunam/25/05levy.pdf>

Jesús Huerta. Dinero, crédito bancario y ciclos económicos. Madrid, 13 de Noviembre de 2008.
<http://www.miseshispano.org/wp-content/uploads/2013/01/Dinero-Cr%C3%A9dito-Bancario-y-Ciclos-Econ%C3%B3micos-.pdf>

Luis Esteban Martínez Roldan, Sergio Iván Restrepo Ochoa, Mauricio Lopera. Jornadas del Crecimiento en Ciencias Económicas - Una Estimación de los Impactos de la Tasa de Interés en el Ciclo Económico de Colombia:1986-2010.
https://www.google.com.co/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CBsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.udea.edu.co%2Fportal%2Fpage%2Fportal%2FbibliotecaSedesDependencias%2FunidadesAcademicas%2FFacultadCienciasEconomicas%2FElementosDiseno%2FDocumentos%2FMemorias%2FTab%2FImpacto_Tasa_Interes.ppt&ei=Ir14VOLFOseYgwSf94LYBA&usg=AFQjCNHvyPce2LBUg9m2JjVmubP9kaAV1Q&sig2=TWgzsJDlh1bSspJvPveI0A&bvm=bv.80642063,d.eXY

Constanza Montoya Restrepo. Economía General.
<http://www.virtual.unal.edu.co/cursos/sedes/manizales/4010043/lecciones/12monedypolmonet.htm>

Revista Dinero, Pereir la capital comercial del eje cafetero.
<http://www.dinero.com/pais/articulo/comercio-principal-actividad-economica-pereira/200284>

Alicia Bárcena - Secretaria Ejecutiva de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (cepal). Restricciones estructurales del desarrollo en América Latina y el Caribe: una reflexión postcrisis. Revista c e p a l 100 • ABRI L 2010. URL:
<http://www.cepal.org/publicaciones/xml/6/39116/RVE100Barcena.pdf>

Teoría Económica: Teoría Económica: microeconomía y macroeconomía, recuperado de:
Economía Alternativa - Asociación Universitaria de la UCM. URL:
<https://aueconomialalternativa.wordpress.com/>. URL:
http://aueconomialalternativa.files.wordpress.com/2013/02/lib-guerrero_diego_coord_-_lecturas_de_economia_politica.pdf

Uzawa, H. (1961). On a two-sector model of economic growth. *The Review of Economic Studies*, 40-47.

Zhang, W. B. (2007). A discrete two-sector economic growth model. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2007.

Latinoamericanas, F. D. I. E. UNA REPRESENTACIÓN GRAFICA DEL MODELO DE UZAWA

Antunez, C. (2009). Crecimiento Económico—Modelos de Crecimiento Económico

Romer, D., Trinidad, G., & Flamini, E. (2002). *Macroeconomía avanzada*. McGraw-Hill.

Van Horne, J. (1997). *Administración Financiera*. (10a ed.). México: Prentice Hall.

Vidaurre, M.A. (s.f.). La teoría de las tasas de interés y la preferencia por LA.

VIII Teoría Económica: Microeconomía y Macroeconomía. (s.f.). Obtenido de:

http://aueconomialternativa.files.wordpress.com/2013/02/lib-_guerrero_diego_coord_-lecturas_de_economia_politica.pdf

Westerfield, R. (2009). *Finanzas Corporativas*. (8a ed.). México: McGraw Hill.

Webster, Allen, (2000), *Estadística Aplicada a los Negocios y a la Economía*, Ed. McGraw Hill.

Weston, F. y Brigham, E. (1994). *Fundamentos de administración financiera*. (10a edición). México: McGraw Hill.

Weston, J. y Copeland, T. (1997). *Finanzas en administración*; (9a ed., vol. I). México: McGraw Hill.

Wild, John: Halsey, Robert (1997). Análisis de estados financieros. (9a ed.). México: McGraw-Hill.

Solow Robert. A Contribution to the Theory of Growth en Quarterly Journal Economics, February 1956.

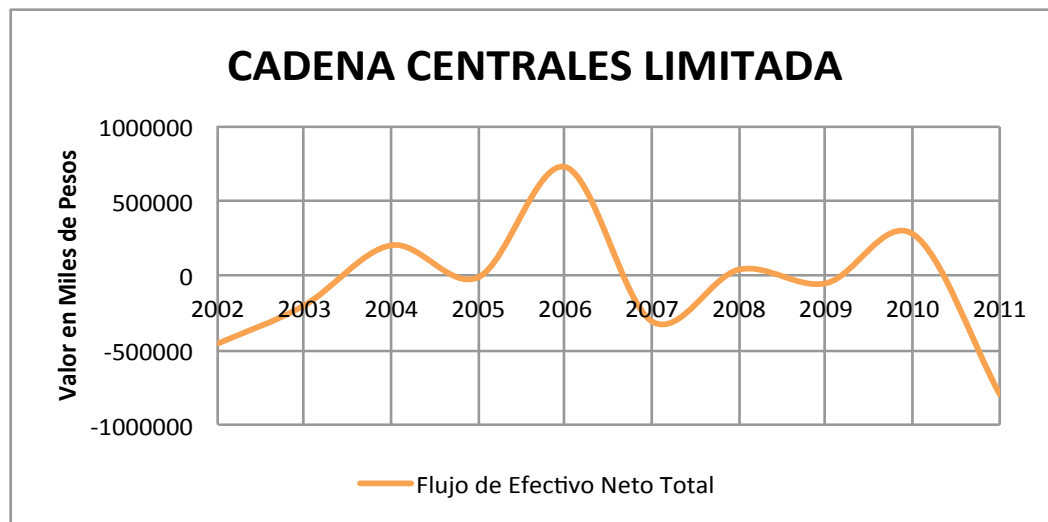
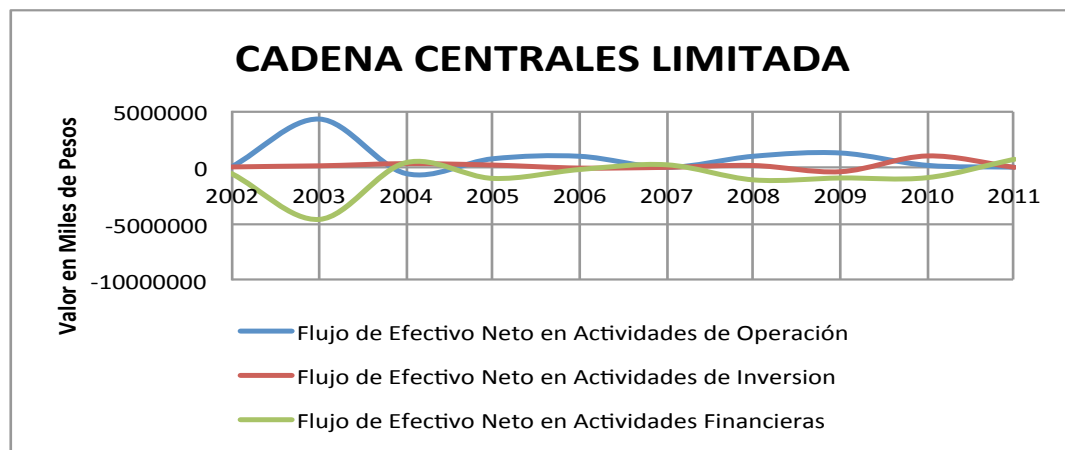
Hicks, B. (1981). Presentation on FASB Discussion Memorandum Reporting Funds Flow, Liquidity, and Financial Flexibility. Working Paper Series, 34, 69. Canadá:

Hicks, J. (1969): A theory of economic history, Oxford: Claredon Press. Pag. 143-145.

Levine Ross, Financial Development and Economic Growth. Journal of economic literature. Vol. XXXV (june 1997) Pag. 688-726

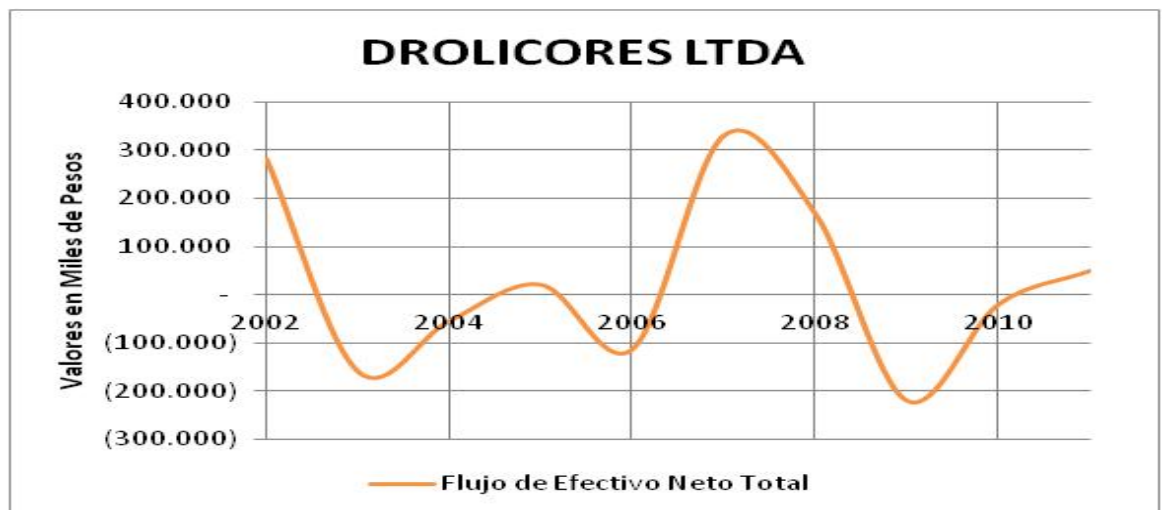
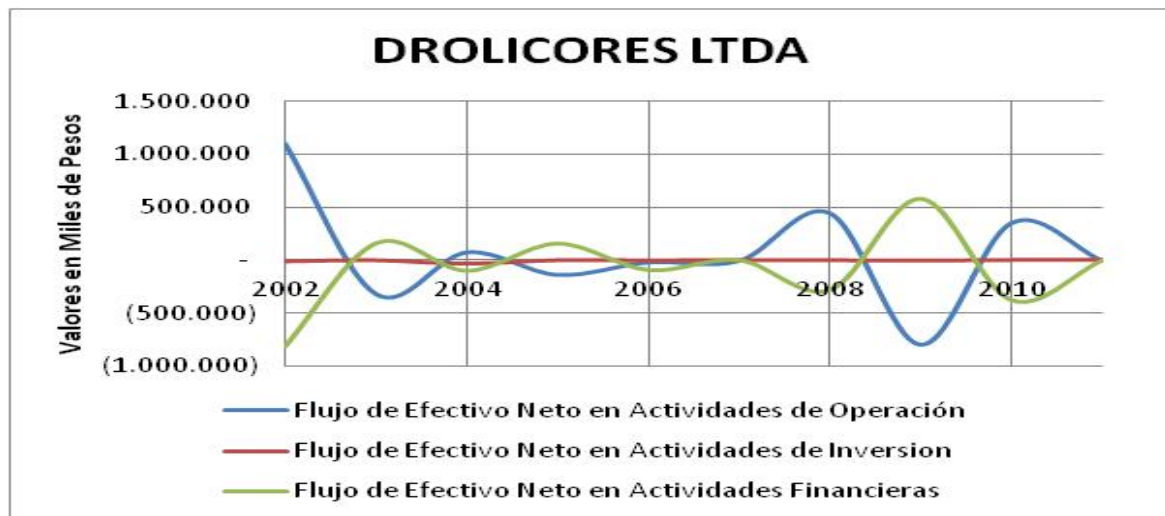
ANEXO A. Flujos de efectivo Cadena Centrales Limitada

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	(18.324)	66.104	(508.058)	(460.278)
2003	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	4.277.037	135.093	(4.612.366)	(200.236)
2004	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	(547.888)	331.398	417.254	200.764
2005	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	761.519	204.244	(979.045)	(13.282)
2006	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	979.737	(62.334)	(192.893)	724.510
2007	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	-	-	226.802	(309.469)
2008	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	984.385	163.689	(1.110.143)	37.931
2009	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	1.272.175	(385.726)	(940.002)	(53.553)
2010	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	177.099	1.010.493	(911.588)	276.004
2011	891411211	CADENA CENTRALES LIMITADA	15.612	-	714.806	(795.790)



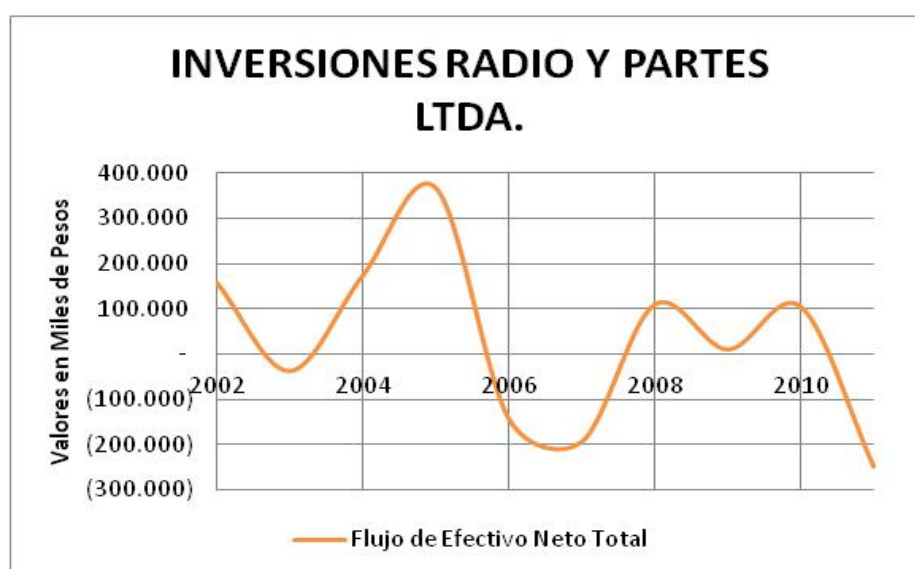
ANEXO B. Flujos de efectivo Drolicores Ltda.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891410994	DROLICORES LTDA	1.107.093	(12.629)	(812.492)	281.972
2003	891410994	DROLICORES LTDA	(313.704)	(2.697)	158.332	(158.069)
2004	891410994	DROLICORES LTDA	80.642	(34.336)	(100.000)	(53.694)
2005	891410994	DROLICORES LTDA	(132.968)	(1.886)	156.200	21.346
2006	891410994	DROLICORES LTDA	(14.199)	(4.524)	(93.120)	(111.843)
2007	891410994	DROLICORES LTDA	-	-	-	330.264
2008	891410994	DROLICORES LTDA	449.743	(1.645)	(280.753)	167.345
2009	891410994	DROLICORES LTDA	(791.880)	(5.633)	578.829	(218.684)
2010	891410994	DROLICORES LTDA	358.345	-	(377.606)	(19.261)
2011	891410994	DROLICORES LTDA	-	-	-	50.191



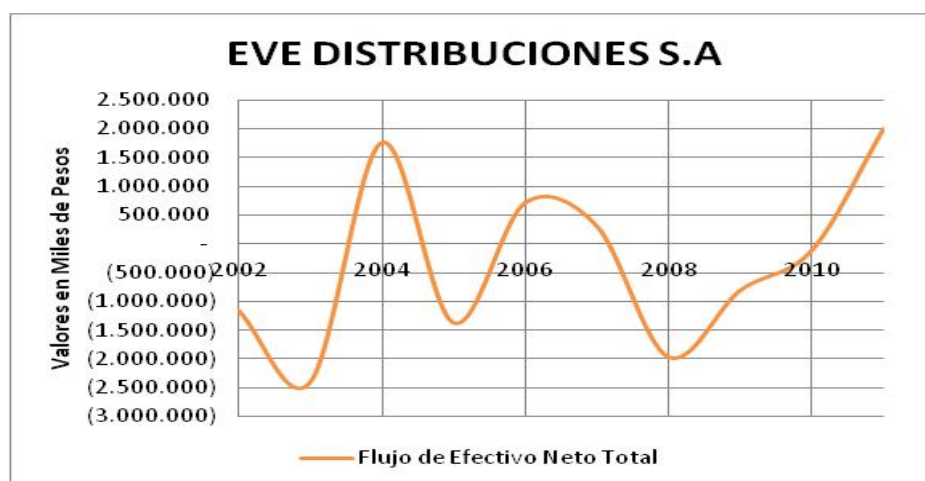
ANEXO C. Flujos de Efectivo Inversiones Radio & Partes Ltda.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LT	214.243	2.718	(58.245)	158.716
2003	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LT	759.487	(26.721)	(769.692)	(36.926)
2004	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LT	257.087	(4.565)	(78.455)	174.067
2005	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LT	693.769	1.081	(326.338)	368.512
2006	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LT	34.450	(16.331)	(160.096)	(141.977)
2007	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LT	-	-	194.000	(194.000)
2008	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LT	555.829	(154.680)	(291.000)	110.149
2009	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES LT	356.147	(53.910)	(291.380)	10.857
2010	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES S.A	321.464	(51.278)	(164.425)	105.761
2011	891409769	INVERSIONES RADIO Y PARTES S.A	-	-	159.491	(247.690)



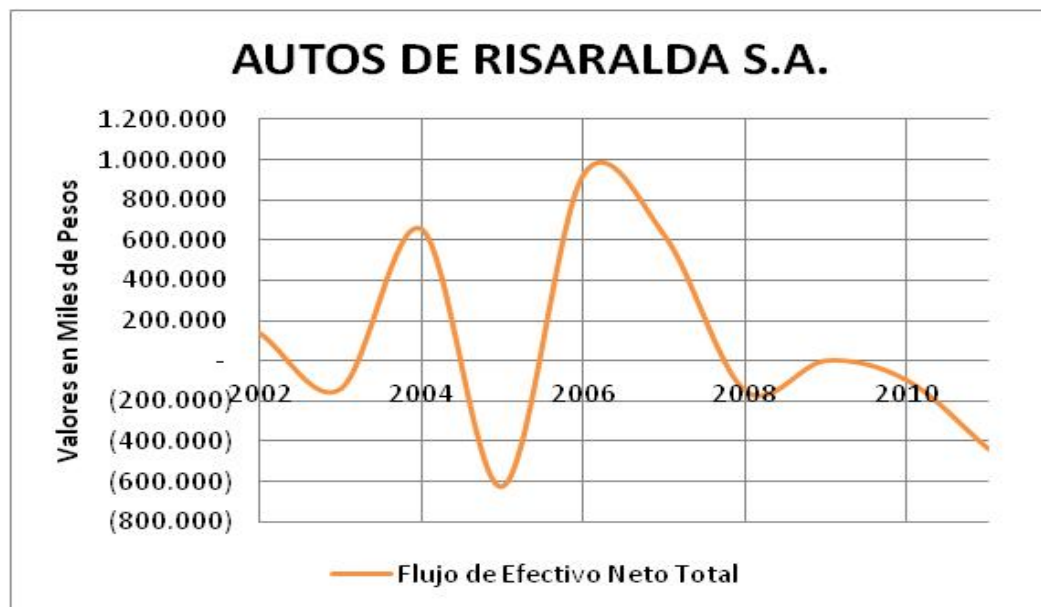
ANEXO D. Flujos de Efectivo Eve Distribuciones S.A.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	(667.623)	(206.361)	(278.374)	(1.152.358)
2003	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	(785.697)	(1.415.436)	(201.227)	(2.402.360)
2004	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	670.369	(285.969)	1.374.704	1.759.104
2005	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	(551.086)	(169.256)	(647.924)	(1.368.266)
2006	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	(1.674.477)	(990.533)	3.377.585	712.575
2007	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	-	-	1.365.109	309.649
2008	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	186.209	(456.822)	(1.692.347)	(1.962.960)
2009	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A	627.334	(1.535.948)	99.553	(809.061)
2010	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A.S	(1.308.040)	(87.465)	1.285.066	(110.439)
2011	891409291	EVE DISTRIBUCIONES S.A.S	-	-	-	1.996.732



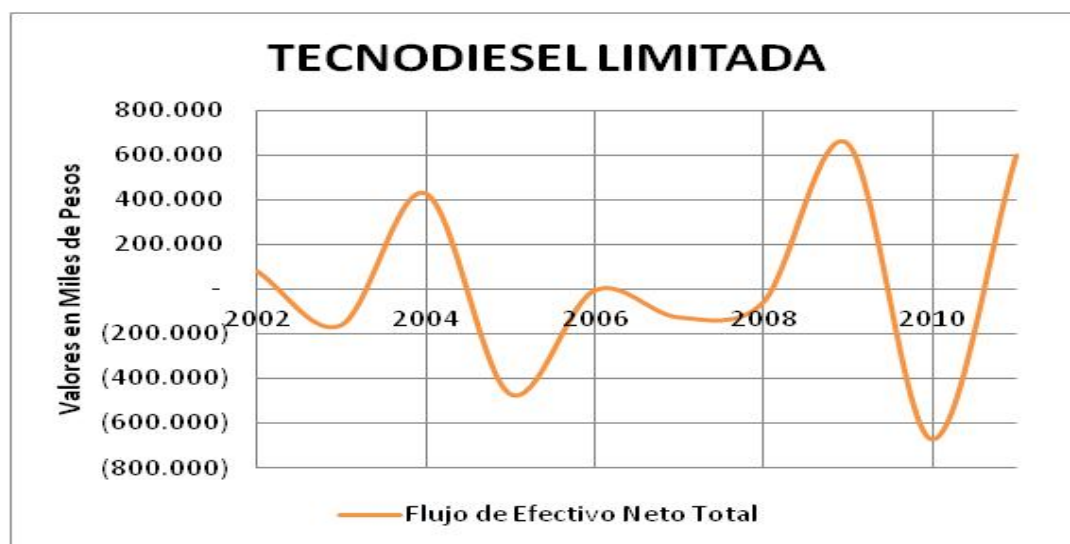
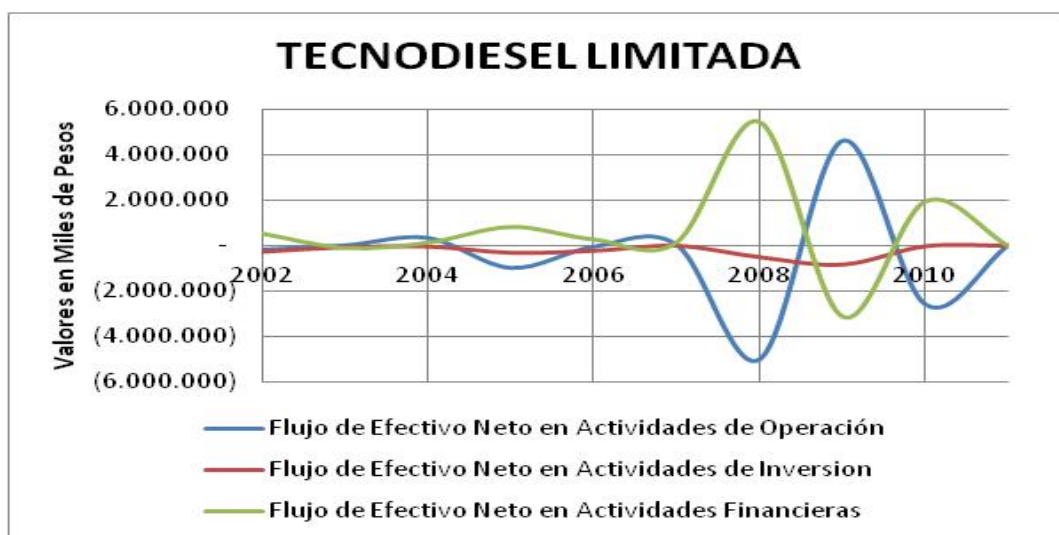
ANEXO E. Flujos de Efectivo Autos de Risaralda S.A.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	168.502	167.775	(198.634)	137.643
2003	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	277.854	(157.963)	(262.094)	(142.203)
2004	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	498.280	(20.108)	174.490	652.662
2005	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	(437.378)	(1.003.241)	814.344	(626.275)
2006	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	2.593.597	(182.971)	(1.488.850)	921.776
2007	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	-	-	252.945	621.453
2008	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	1.056.888	(751.945)	(455.375)	(150.432)
2009	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	(328.599)	293.622	34.087	(890)
2010	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	241.464	1.041.456	(1.382.643)	(99.723)
2011	891409215	AUTOS DE RISARALDA S.A.	160.021	-	221.340	(439.746)



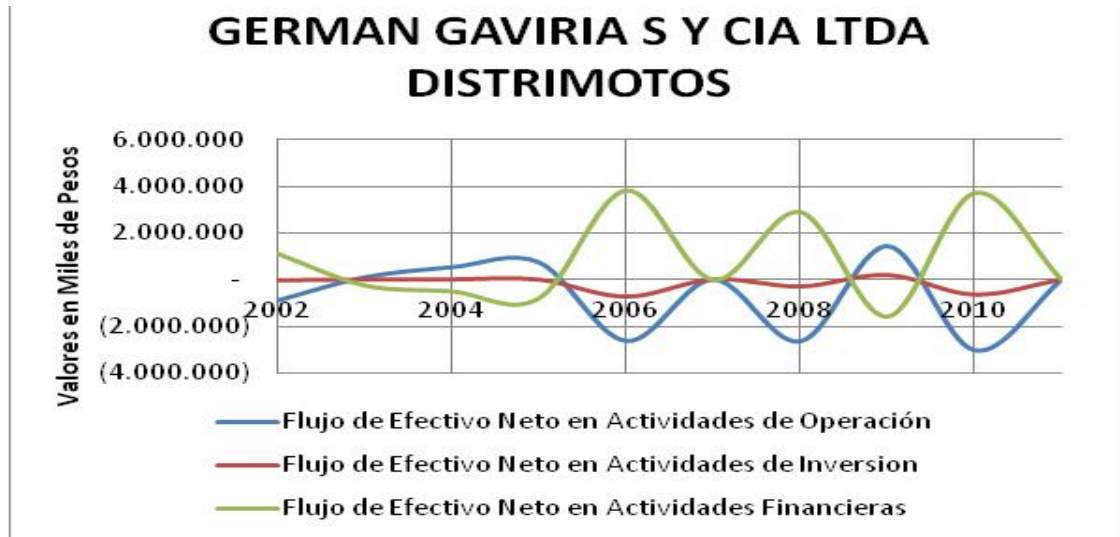
ANEXO F. Flujos de Efectivo Tecnodiesel Limitada

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891409156	EQUIPOS TECNICOS LTDA CQR EC	(195.518)	(261.771)	539.206	81.917
2003	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	(6.443)	(65.316)	(88.613)	(160.372)
2004	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	315.630	(36.367)	149.528	428.791
2005	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	(996.407)	(306.500)	835.549	(467.358)
2006	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	(67.370)	(222.484)	283.642	(6.212)
2007	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	-	-	175.000	(125.215)
2008	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	(4.998.964)	(500.750)	5.440.605	(59.109)
2009	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	4.576.784	(826.748)	(3.097.998)	652.038
2010	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	(2.601.887)	(23.575)	1.955.098	(670.364)
2011	891409156	TECNODIESEL LIMITADA	-	-	-	598.364



ANEXO G. Flujos de Efectivo Germán Gaviria S. & Cía. Ltda.**Distrimotos**

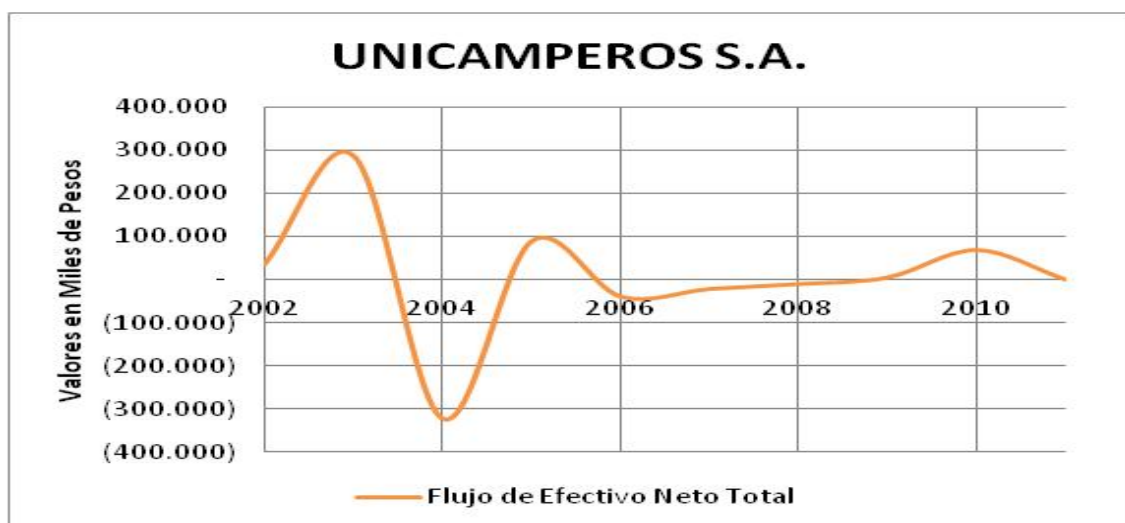
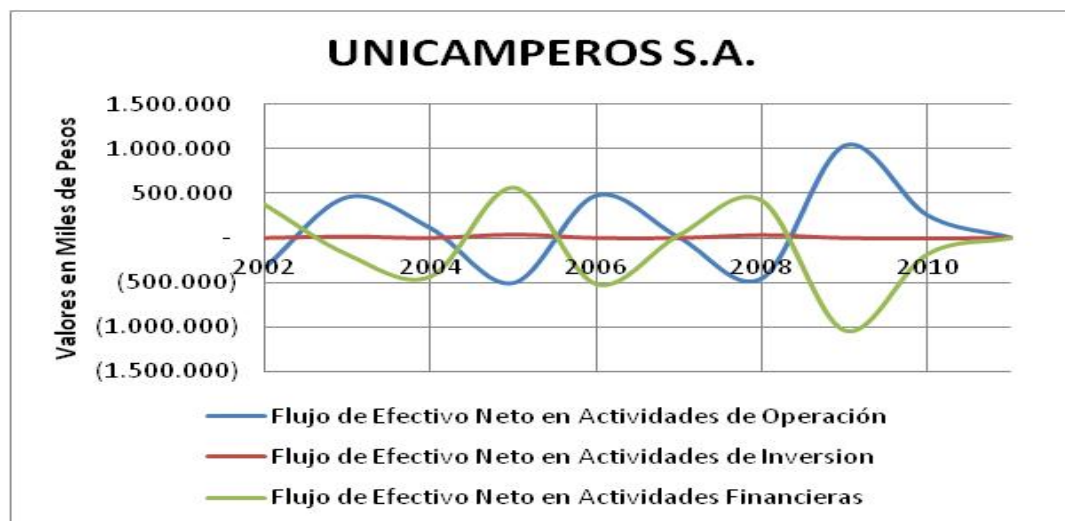
Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversion	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminucion) del Efectivo (Renglo)
2002	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	(889.321)	(35.291)	1.119.359	194.747
2003	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	96.376	(11.658)	(233.630)	(148.912)
2004	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	523.838	(1.749)	(483.300)	38.789
2005	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	728.028	(10.010)	(783.443)	(65.425)
2006	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	(2.605.181)	(708.333)	3.799.405	485.891
2007	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	-	-	-	707.325
2008	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	(2.618.177)	(290.199)	2.877.821	(30.555)
2009	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	1.415.801	178.379	(1.556.821)	37.359
2010	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	(3.003.731)	(628.374)	3.687.795	55.690
2011	891409006	GERMAN GAVIRIA S Y CIA LTDA DIS	-	-	-	(49.720)





ANEXO H. Flujos de Efectivo Unicamperos Ltda.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891408316	UNICAMPEROS LTDA	(341.029)	-	376.909	35.880
2003	891408316	UNICAMPEROS LTDA	456.350	14.508	(183.996)	286.862
2004	891408316	UNICAMPEROS S.A.	105.863	(500)	(429.220)	(323.857)
2005	891408316	UNICAMPEROS S.A.	(514.186)	34.786	568.029	88.629
2006	891408316	UNICAMPEROS S.A.	475.112	(339)	(514.626)	(39.853)
2007	891408316	UNICAMPEROS S.A.	-	-	36.201	(22.152)
2008	891408316	UNICAMPEROS S.A.	(460.870)	29.000	420.978	(10.892)
2009	891408316	UNICAMPEROS S.A.	1.039.714	(247)	(1.035.000)	4.467
2010	891408316	UNICAMPEROS S.A.	250.178	(5.081)	(176.744)	68.353
2011	891408316	UNICAMPEROS S.A.	-	-	-	-



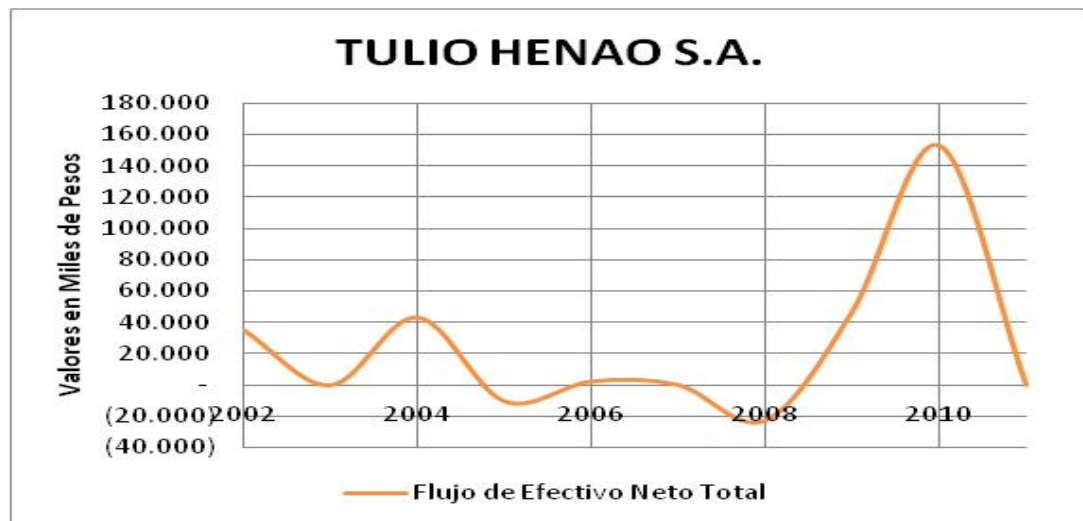
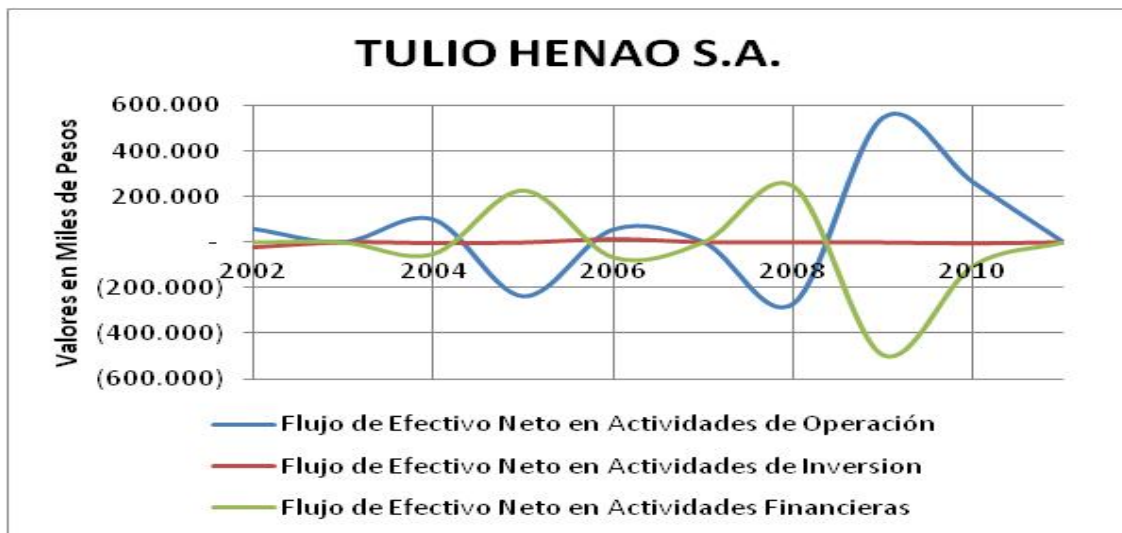
ANEXO I. Flujos de Efectivo Lubrillantas Ltda. (en acuerdo de reestructuración)

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891408161	LUBRILLANTAS LTDA EN ACUERDO	24.997	-	-	24.997
2003	891408161	LUBRILLANTAS LTDA EN ACUERDO	9.573	(4.150)	(12.987)	(7.564)
2004	891408161	LUBRILLANTAS LTDA EN ACUERDO	(84.091)	(42.960)	126.805	(246)
2005	891408161	LUBRILLANTAS LTDA EN ACUERDO	48.560	(15.703)	(38.858)	(6.001)
2006	891408161	LUBRILLANTAS LTDA EN ACUERDO	(2.867)	-	(24.800)	(27.667)
2007	891408161	LUBRILLANTAS LTDA	-	-	-	690.336
2008	891408161	LUBRILLANTAS LTDA	(181.960)	291.914	(118.044)	(8.090)
2009	891408161	LUBRILLANTAS LTDA	551.122	(121.556)	(434.977)	(5.411)
2010	891408161	LUBRILLANTAS S.A.S	(36.992)	-	-	(36.992)
2011	891408161	LUBRILLANTAS S.A.S	-	-	-	-



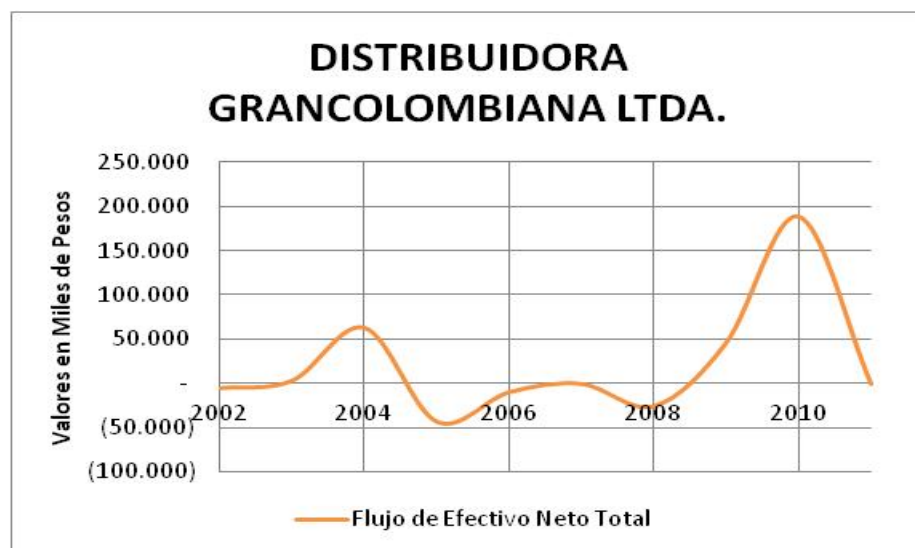
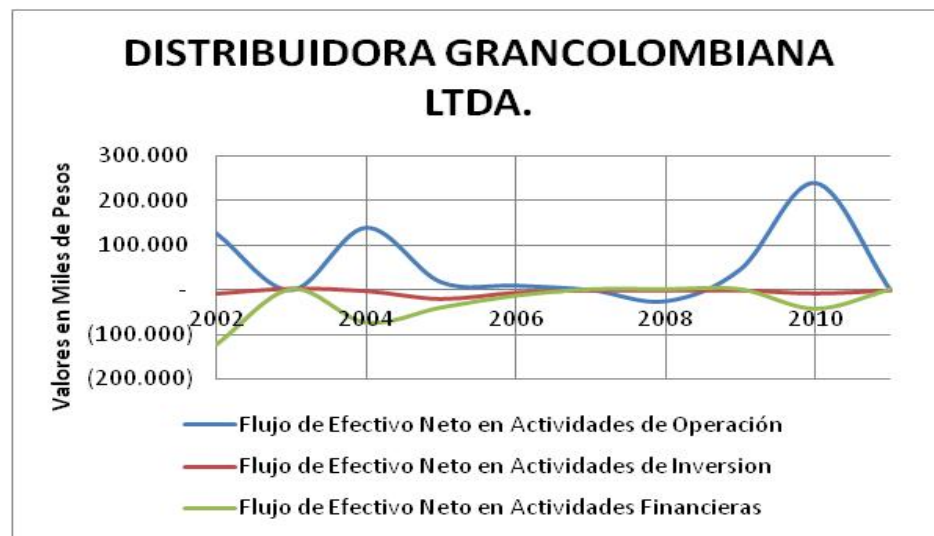
ANEXO J. Flujos de Efectivo Tulio Henao & Cía. Ltda.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversion	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminucion) del Efectivo (Renglo)
2002	891407965	TULIO HENAO Y CIA LTDA	57.964	(22.802)	-	35.162
2003	891407965	TULIO HENAO Y CIA LTDA	(74)	-	-	(74)
2004	891407965	TULIO HENAO S.A.	98.515	(4.069)	(51.284)	43.162
2005	891407965	TULIO HENAO S.A.	(237.548)	(1.380)	228.634	(10.294)
2006	891407965	TULIO HENAO S.A.	54.950	13.656	(66.294)	2.312
2007	891407965	TULIO HENAO S.A.	-	-	-	-
2008	891407965	TULIO HENAO S.A.	(269.962)	-	247.400	(22.562)
2009	891407965	TULIO HENAO S.A.	545.400	(1.200)	(497.400)	46.800
2010	891407965	TULIO HENAO S.A.	261.429	(5.081)	(103.653)	152.695
2011	891407965	TULIO HENAO S.A.	282	-	-	-



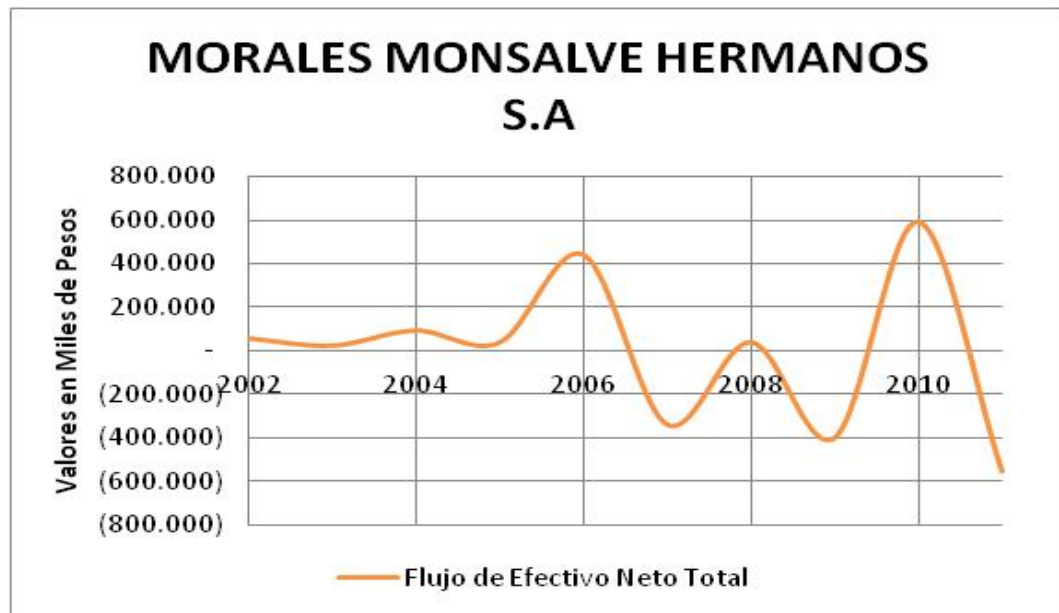
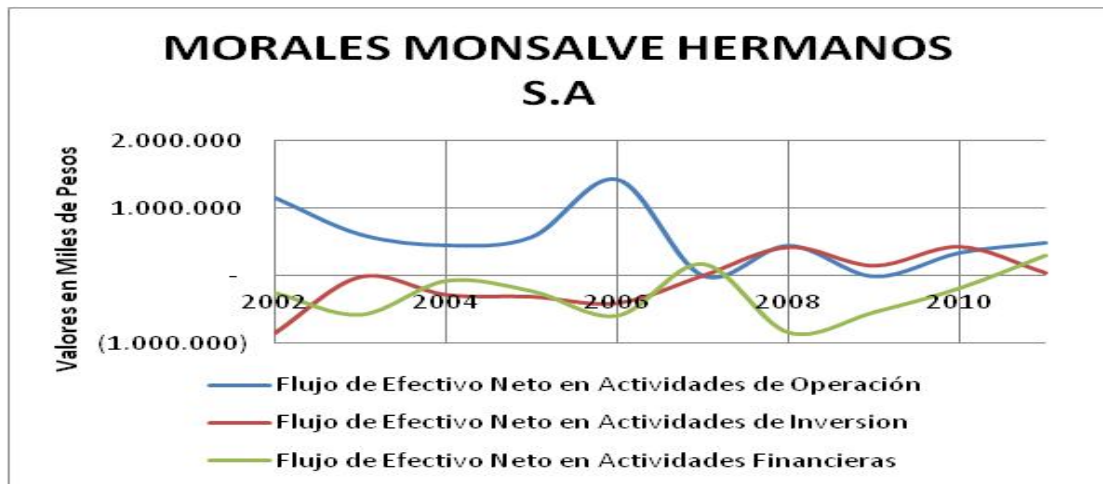
ANEXO K. Distribuidora Grancolombiana Ltda.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIANA LTDA.	126.724	(7.282)	(124.184)	(4.742)
2003	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIANA LTDA.	(252)	3.828	-	3.576
2004	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIANA S.A.	139.161	(1.448)	(74.491)	63.222
2005	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIANA S.A.	17.484	(19.127)	(40.956)	(42.599)
2006	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIANA S.A.	9.917	(5.002)	(14.242)	(9.327)
2007	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIANA S.A.	-	-	-	-
2008	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIANA S.A.	(25.133)	-	-	(25.133)
2009	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIANA S.A.	46.571	-	-	46.571
2010	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIANA S.A.	238.990	(6.714)	(43.650)	188.626
2011	891407964	DISTRIBUIDORA GRANCOLOMBIANA S.A.	41	-	-	-



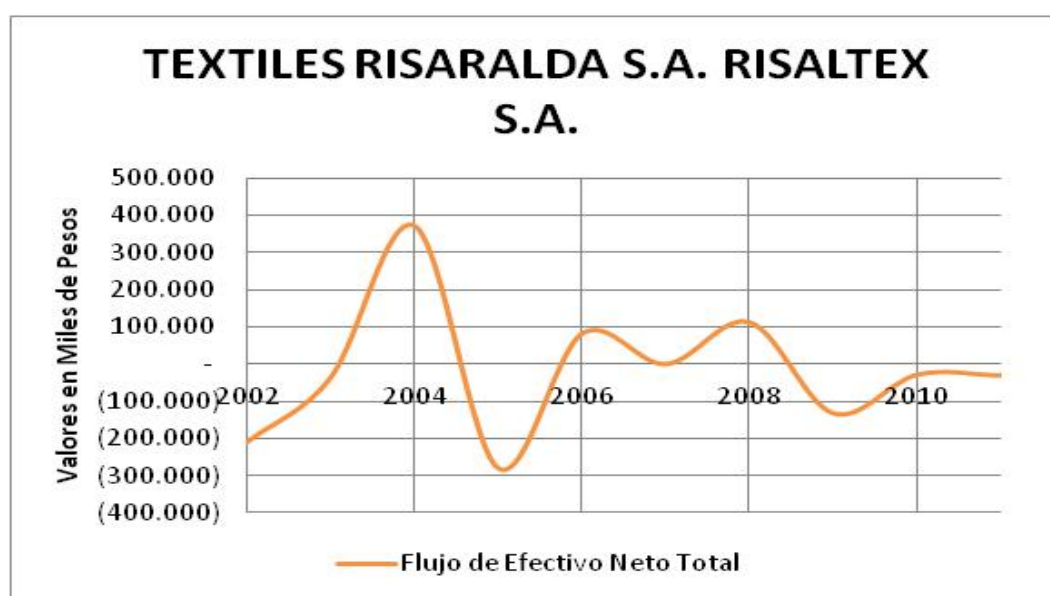
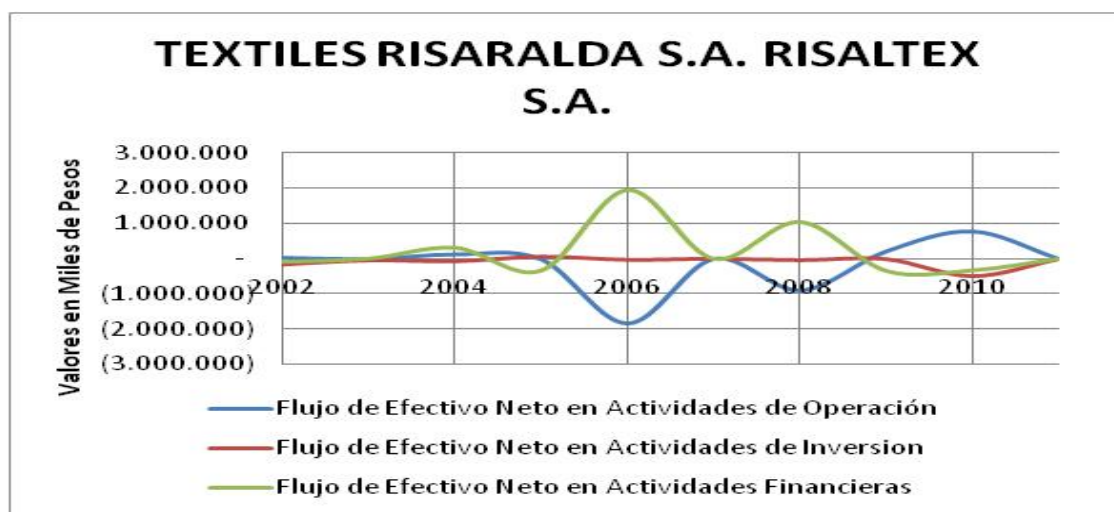
ANEXO L. Flujos de Efectivo Morales Monsalve Hermanos Ltda.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS LTDA.	1.162.204	(853.045)	(250.306)	58.853
2003	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS LTDA.	614.496	(17.629)	(571.685)	25.182
2004	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS LTDA.	453.577	(285.038)	(73.720)	94.819
2005	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS S.A	576.856	(312.834)	(223.852)	40.170
2006	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS S.A	1.434.723	(408.565)	(584.915)	441.243
2007	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS S.A	-	-	175.000	(336.708)
2008	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS S.A	449.148	424.252	(832.726)	40.674
2009	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS S.A	(10.538)	147.975	(534.392)	(396.955)
2010	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS S.A	342.208	430.812	(180.152)	592.868
2011	891407961	MORALES MONSALVE HERMANOS S.A	490.943	42.821	299.449	(551.353)



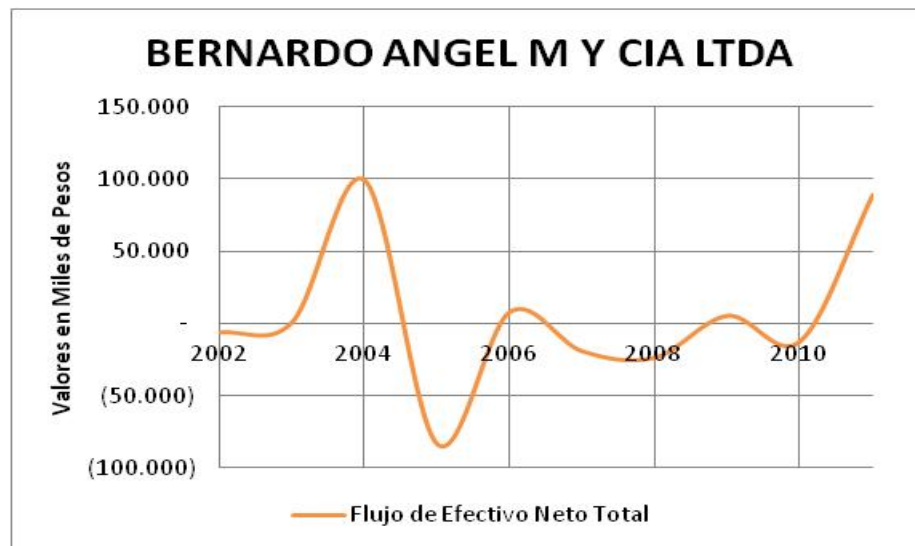
ANEXO M. Flujos de Efectivo Textiles Risaralda S.A. Risaltex S.A.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX S.A.	28.266	(154.165)	(84.910)	(210.809)
2003	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX S.A.	(5.202)	(37.429)	6.321	(36.310)
2004	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX S.A.	124.319	(63.475)	312.689	373.533
2005	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX S.A.	(16.090)	63.946	(328.874)	(281.018)
2006	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX S.A.	(1.830.541)	(22.592)	1.935.703	82.570
2007	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX S.A.	-	4.650	-	-
2008	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX S.A.	(892.496)	(31.479)	1.036.958	112.983
2009	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX S.A.	211.016	(4.771)	(339.423)	(133.178)
2010	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX S.A.	777.937	(482.851)	(323.460)	(28.374)
2011	891401416	TEXTILES RISARALDA S.A. RISALTEX S.A.	-	-	-	(30.610)



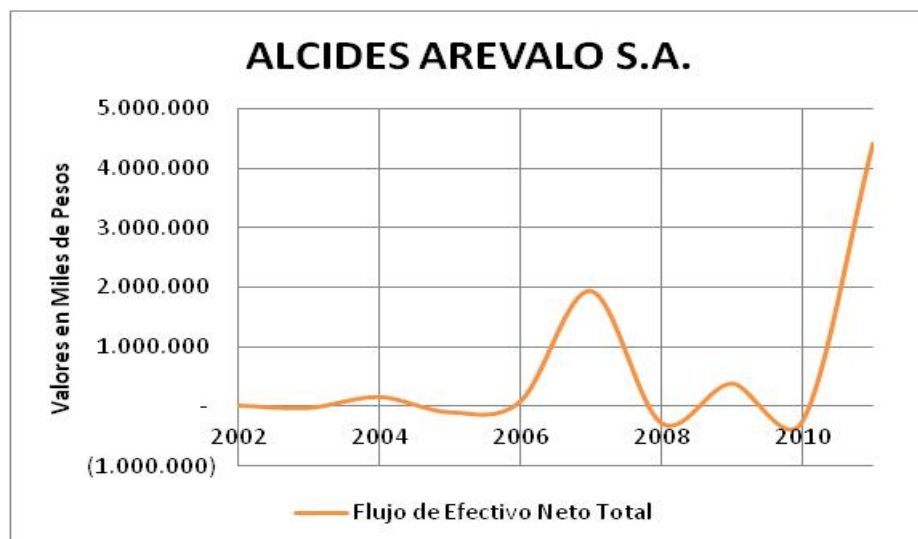
ANEXO N. Flujos de Efectivo Bernardo Ángel M. & Cía. Ltda.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891400924	BERNARDO ANGEL MY CIA LTDA	97.233	(103.823)	-	(6.590)
2003	891400924	BERNARDO ANGEL MY CIA LTDA	(56.692)	57.294	-	602
2004	891400924	BERNARDO ANGEL MY CIA LTDA	52.873	45.899	-	98.772
2005	891400924	BERNARDO ANGEL MY CIA LTDA	435.120	(507.283)	(11.713)	(83.876)
2006	891400924	BERNARDO ANGEL MY CIA LTDA	(54.046)	81.097	(19.394)	7.657
2007	891400924	BERNARDO ANGEL MY CIA LTDA	-	-	19.647	(19.647)
2008	891400924	BERNARDO ANGEL MY CIA LTDA	28.558	(34.573)	(17.973)	(23.988)
2009	891400924	BERNARDO ANGEL MY CIA LTDA	(173.278)	226.083	(47.787)	5.018
2010	891400924	BERNARDO ANGEL MY CIA LTDA	330.146	(280.042)	(62.773)	(12.669)
2011	891400924	BERNARDO ANGEL MY CIA LTDA	35.930	-	-	88.572



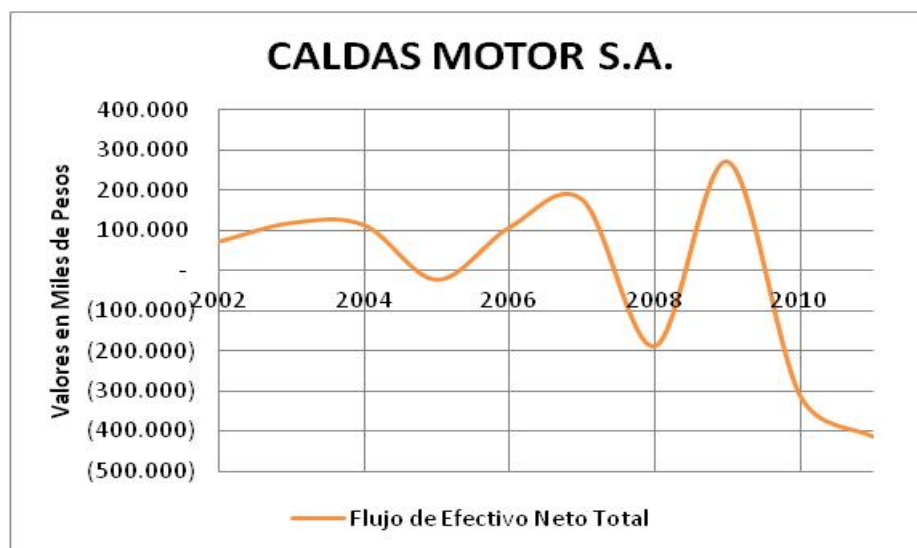
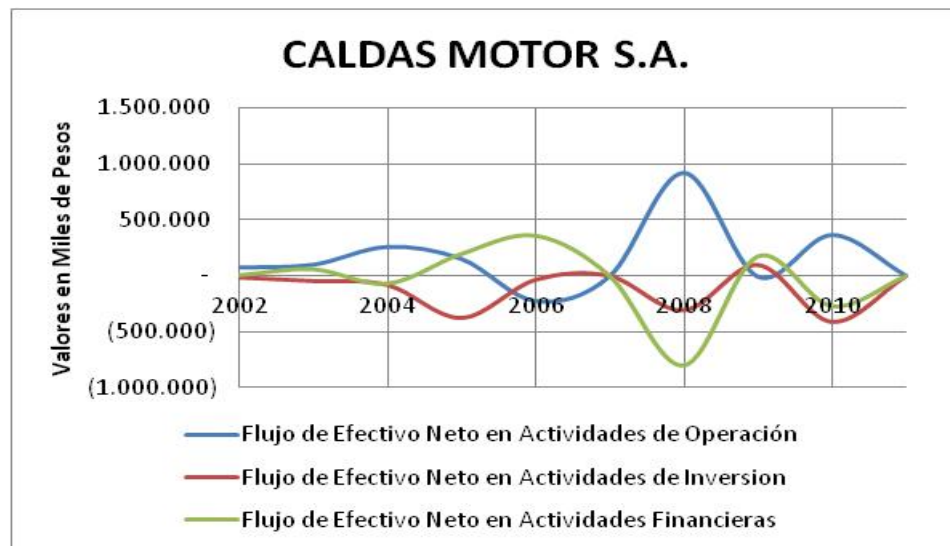
ANEXO O. Flujos de Efectivo Alcides Arévalo V. & Cía. Ltda.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	891400005	ALCIDES AREVALO VY CIA LTDA	692.015	-	(667.476)	24.539
2003	891400005	ALCIDES AREVALO VY CIA LTDA	(72.438)	(1.055.948)	1.113.920	(14.466)
2004	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	116.086	51.756	-	167.842
2005	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	4.803.778	65.010	(4.956.676)	(87.888)
2006	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	(1.048.297)	598.261	543.889	93.853
2007	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	-	-	684.702	1.944.032
2008	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	(5.702.885)	-	5.434.406	(268.479)
2009	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	4.684.364	(168.163)	(4.121.767)	394.434
2010	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	4.193.083	(2.082.747)	(2.348.230)	(237.894)
2011	891400005	ALCIDES AREVALO S.A.	-	-	-	4.414.686



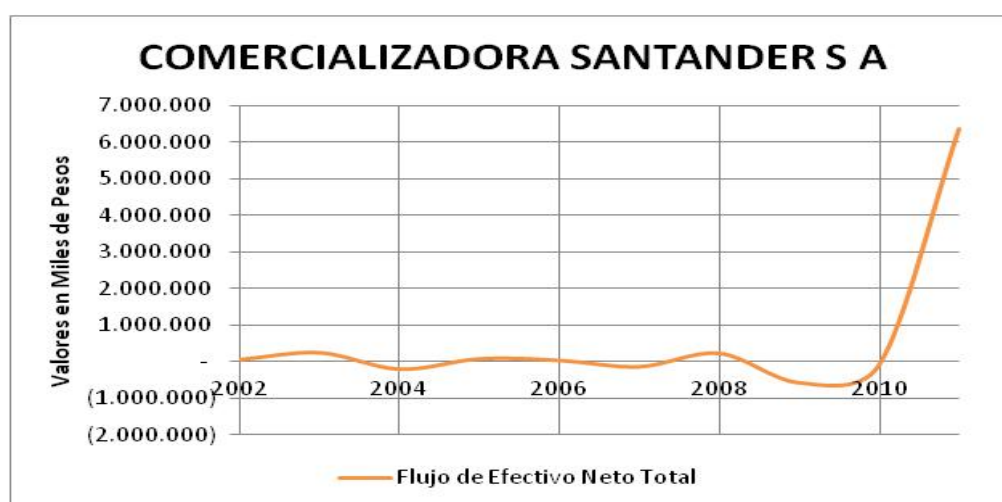
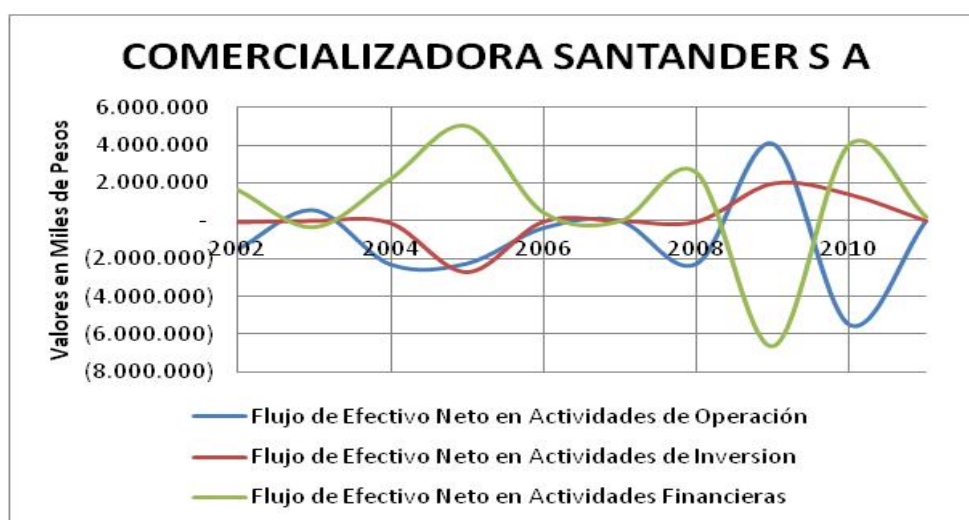
ANEXO P. Flujos de Efectivo Caldas Motor S.A.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	76.869	(13.601)	7.310	70.578
2003	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	102.398	(45.649)	60.590	117.339
2004	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	260.649	(80.816)	(67.900)	111.933
2005	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	153.607	(375.448)	197.619	(24.222)
2006	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	(220.435)	(33.914)	360.654	106.305
2007	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	-	-	-	174.979
2008	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	918.234	(306.911)	(800.686)	(189.363)
2009	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	(3.622)	97.823	175.850	270.051
2010	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	366.201	(410.732)	(269.268)	(313.799)
2011	890800100	CALDAS MOTOR S.A.	5.204	-	-	(414.830)



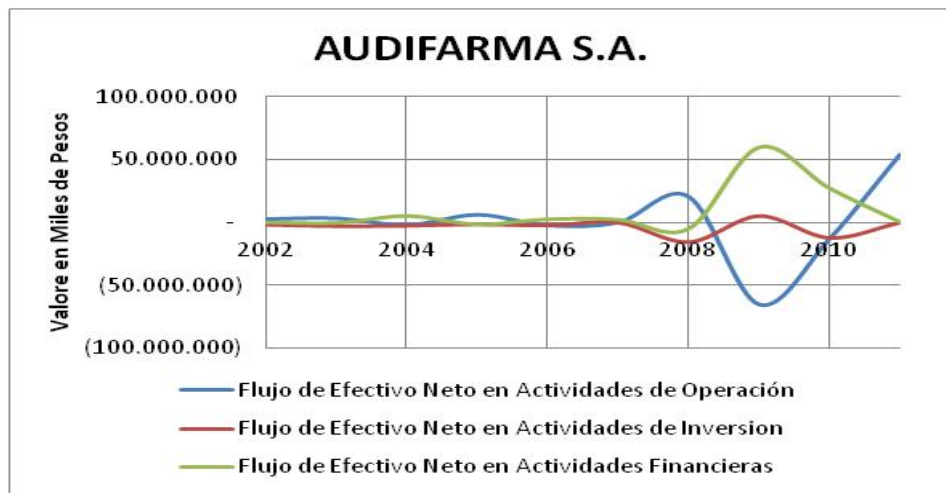
ANEXO Q. Flujos de Efectivo Comercializadora Santander S.A.

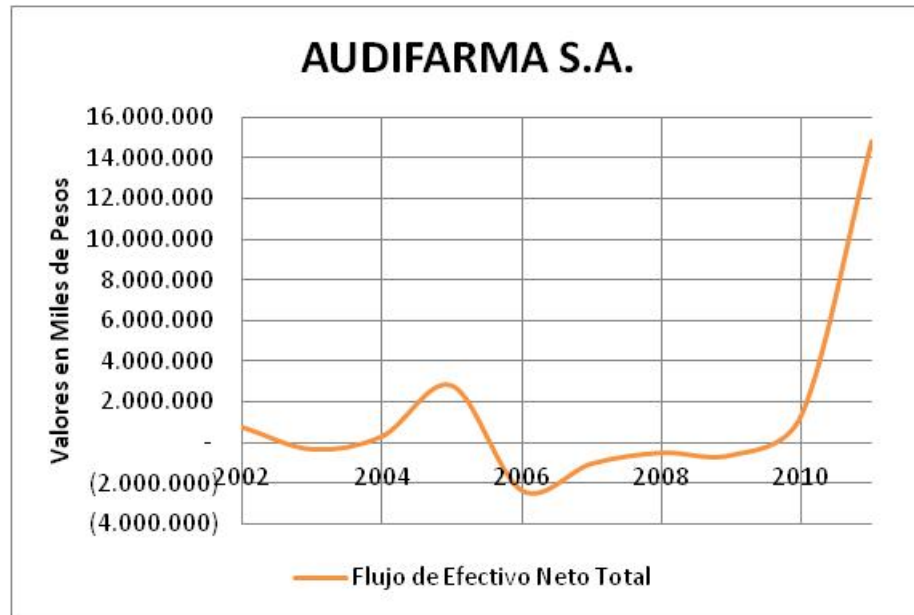
Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S A	(1.524.580)	(73.145)	1.666.883	69.158
2003	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S A	566.554	-	(309.516)	257.038
2004	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S A	(2.317.978)	(114.887)	2.239.322	(193.543)
2005	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S A	(2.270.793)	(2.681.366)	5.042.787	90.628
2006	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S A	(375.503)	(39.343)	460.540	45.694
2007	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S A	-	-	-	(126.409)
2008	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S A	(2.284.886)	(48.832)	2.572.206	238.488
2009	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S A	4.103.131	1.951.730	(6.617.176)	(562.315)
2010	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S A	(5.527.192)	1.383.239	4.064.630	(79.323)
2011	816004998	COMERCIALIZADORA SANTANDER S A	-	-	240.000	6.359.906



ANEXO R. Anexo A. Flujos de Efectivo Audifarma S.A.

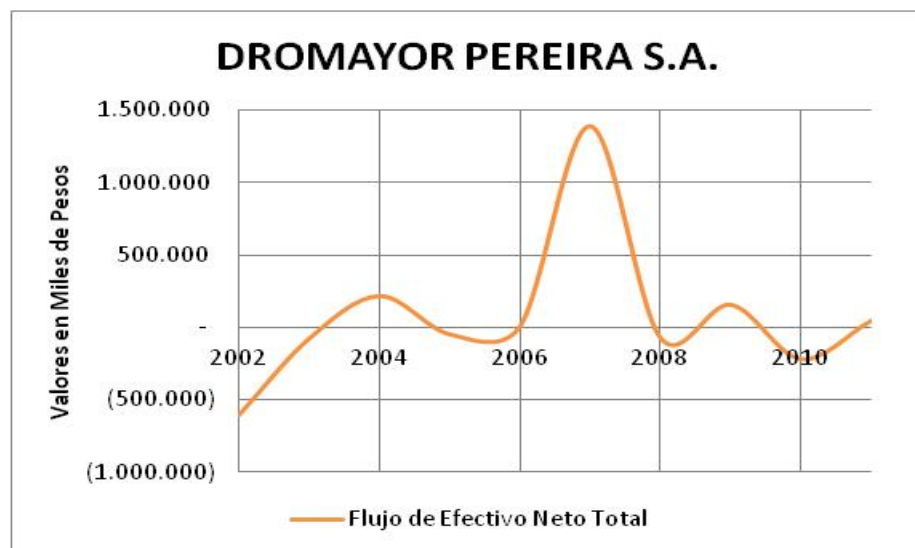
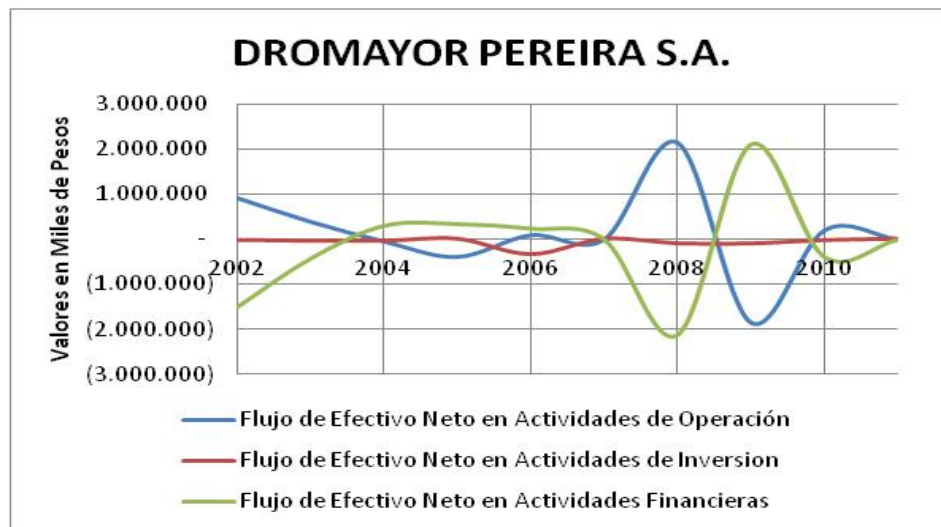
Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversion	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminucion) del Efectivo (Renglo)
2002	816001182	AUDIFARMA S.A.	2.689.524	(1.697.646)	(228.230)	763.648
2003	816001182	AUDIFARMA S.A.	3.268.895	(2.792.988)	(800.725)	(324.818)
2004	816001182	AUDIFARMA S.A.	(2.021.633)	(2.488.005)	4.822.403	312.765
2005	816001182	AUDIFARMA S.A.	6.145.188	(1.411.920)	(1.936.817)	2.796.451
2006	816001182	AUDIFARMA S.A.	(2.380.862)	(2.168.160)	2.197.168	(2.351.854)
2007	816001182	AUDIFARMA S.A.	-	-	1.810.689	(1.031.112)
2008	816001182	AUDIFARMA S.A.	20.497.370	(15.693.261)	(5.302.058)	(497.949)
2009	816001182	AUDIFARMA S.A.	(65.390.966)	5.347.816	59.429.264	(613.886)
2010	816001182	AUDIFARMA S.A.	(13.108.488)	(12.346.770)	26.838.837	1.383.579
2011	816001182	AUDIFARMA S.A.	54.073.373	-	-	14.785.496





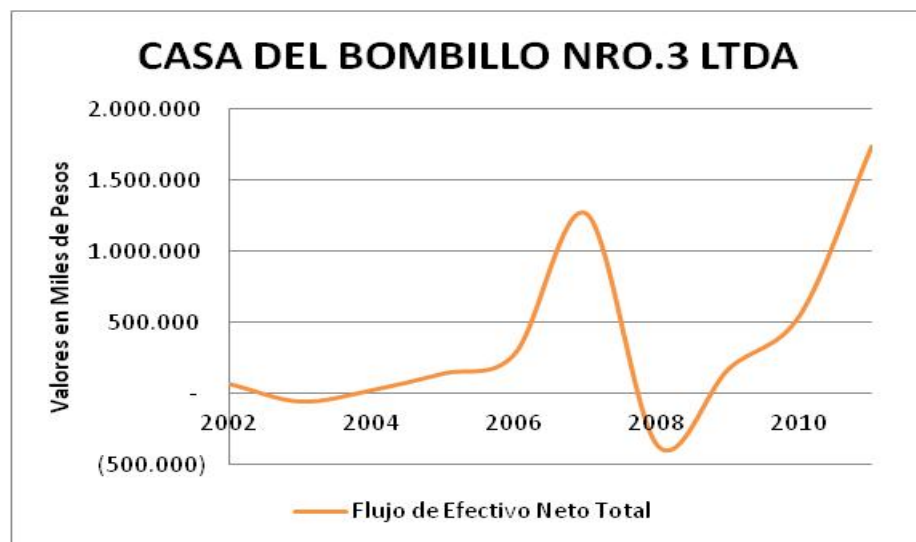
ANEXO S. Flujos de Efectivo Dromayor Pereira S.A.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	918.449	(24.530)	(1.500.274)	(606.355)
2003	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	389.551	(43.463)	(424.295)	(78.207)
2004	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	(46.076)	(42.348)	304.272	215.848
2005	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	(389.539)	-	341.840	(47.699)
2006	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	95.460	(332.684)	241.816	4.592
2007	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	-	-	-	1.387.461
2008	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.	2.147.130	(97.127)	(2.121.994)	(71.991)
2009	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.S.	(1.847.545)	(101.787)	2.104.968	155.636
2010	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.S.	196.902	(27.045)	(388.592)	(218.735)
2011	800182800	DROMAYOR PEREIRA S.A.S.	-	-	-	45.205



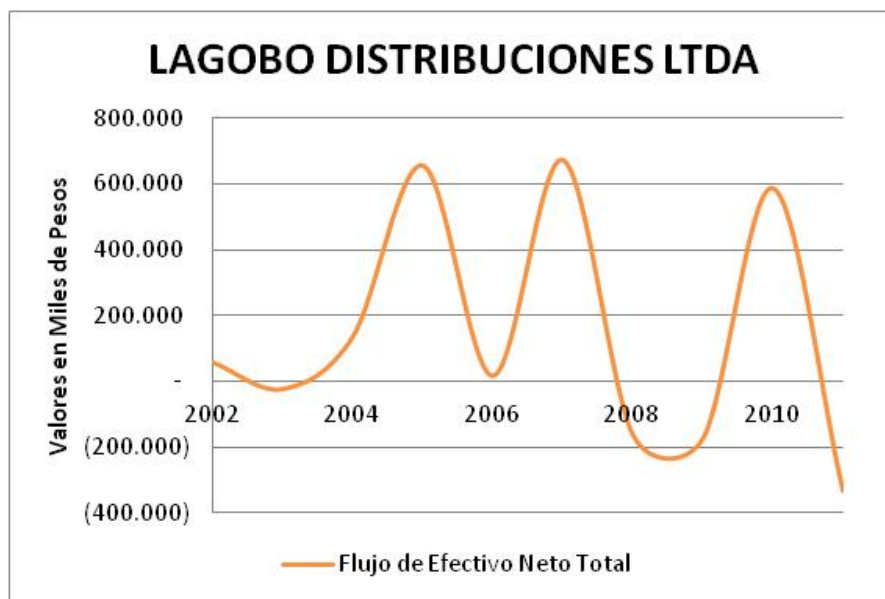
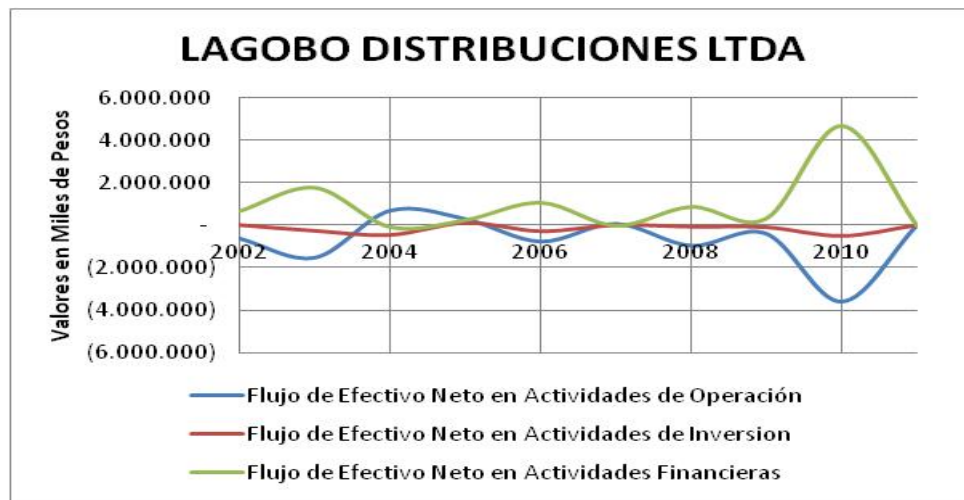
ANEXO T. Flujos de Efectivo Casa del Bombillo N° 3 Ltda.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	755.892	(2.803)	(683.157)	69.932
2003	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	(2.494.461)	14.061	2.426.120	(54.280)
2004	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	(421.844)	(34.764)	481.800	25.192
2005	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	981.987	(25.763)	(814.001)	142.223
2006	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	(584.311)	(93.701)	958.423	280.411
2007	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	502.949	-	368.000	1.264.330
2008	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	2.288.050	(118.280)	(2.532.764)	(362.994)
2009	800180748	CASA DEL BOMBILLO NRO.3 LTDA	246.579	(309.365)	239.589	176.803
2010	800180748	CASA DEL BOMBILLO NO.3 S.A.S	604.852	(48.253)	(833)	555.766
2011	800180748	CASA DEL BOMBILLO NO.3 S.A.S	-	-	698.402	1.734.436



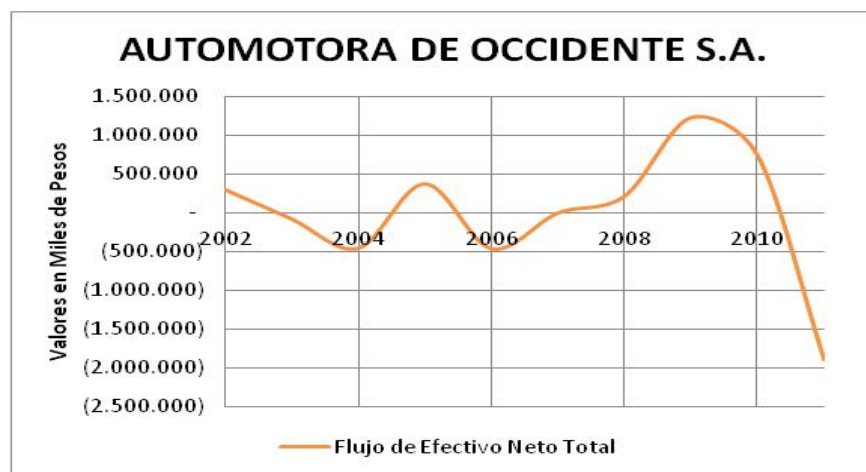
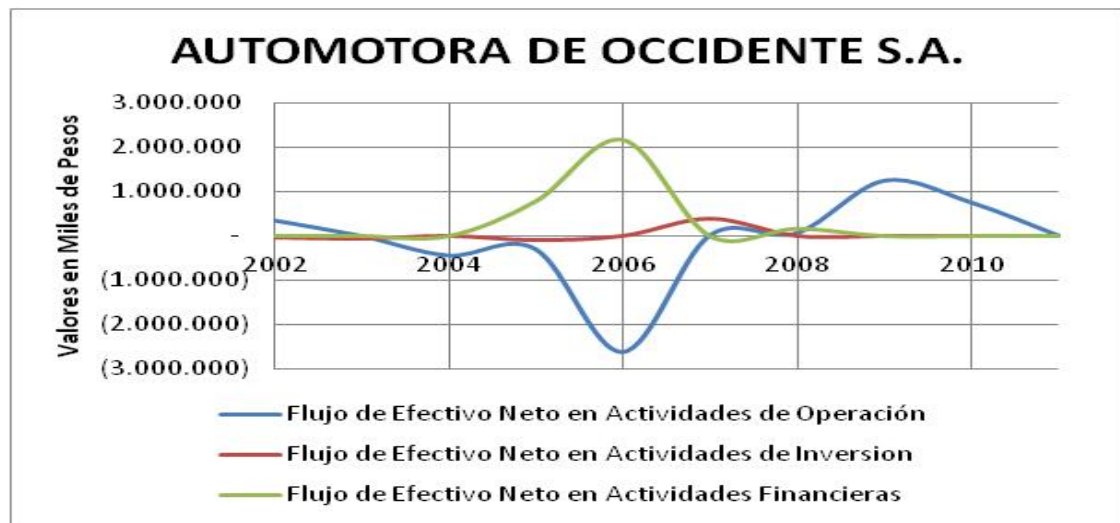
ANEXO U. Flujos de efectivo Lagobo Distribuciones S.A. L.G.B. S.A.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES LTDA	(626.765)	3.227	682.625	59.087
2003	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.B. S.A.	(1.524.543)	(279.895)	1.782.565	(21.873)
2004	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.B. S.A.	681.887	(480.435)	(64.367)	137.085
2005	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.B. S.A.	283.985	110.284	261.643	655.912
2006	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.B. S.A.	(767.147)	(297.288)	1.082.863	18.428
2007	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.B. S.A.	62.324	-	-	672.657
2008	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.B. S.A.	(963.802)	(80.555)	883.503	(160.854)
2009	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.B. S.A.	(405.413)	(108.433)	342.229	(171.617)
2010	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.B. S.A.	(3.585.784)	(526.636)	4.699.844	587.424
2011	800135342	LAGOBO DISTRIBUCIONES S.A. L.G.B. S.A.	-	-	-	(330.383)



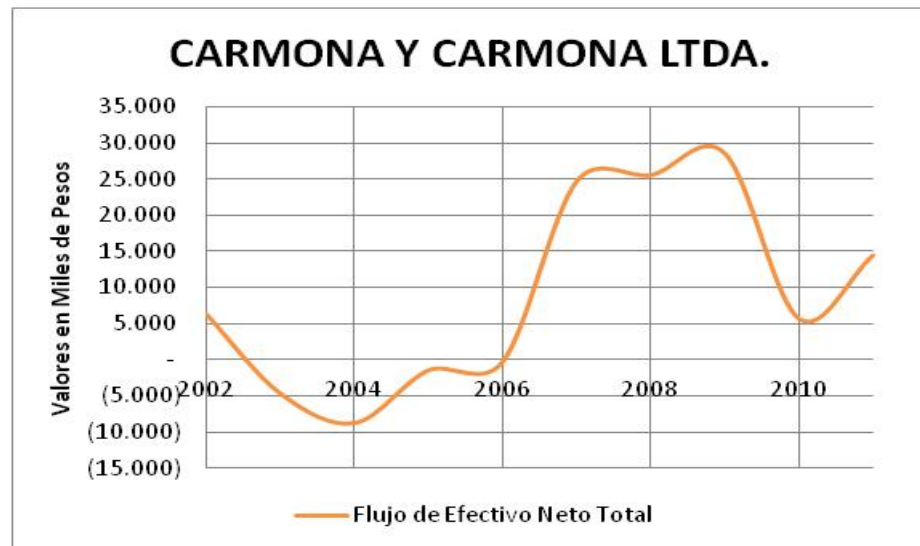
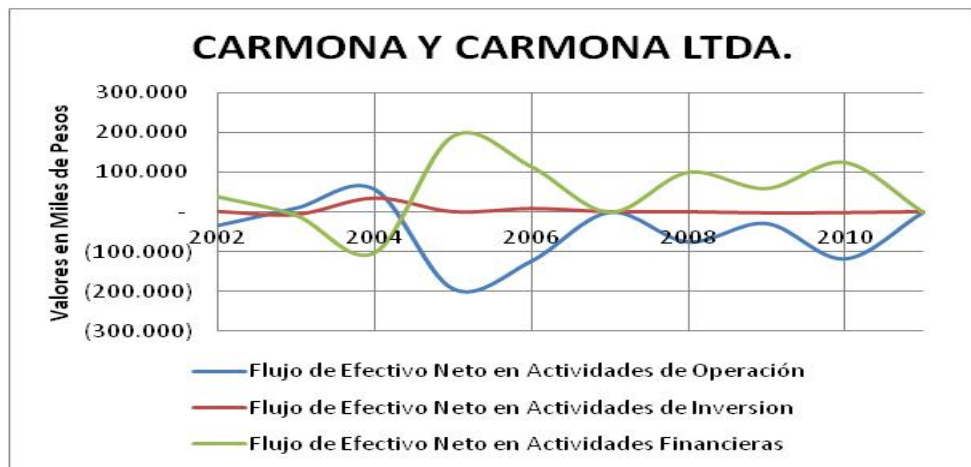
ANEXO V. Flujos de efectivo Automotora De Occidente S.A.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	335.822	(33.893)	-	301.929
2003	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	(13.967)	(62.676)	-	(76.643)
2004	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	(453.154)	-	-	(453.154)
2005	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	(312.212)	(94.531)	782.607	375.864
2006	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	(2.626.661)	-	2.167.055	(459.606)
2007	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	-	382.255	-	-
2008	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	52.970	-	163.975	216.945
2009	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	1.230.352	-	-	1.230.352
2010	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	742.451	-	-	742.451
2011	800051817	AUTOMOTORA DE OCCIDENTE S.A.	-	-	-	(1.889.147)



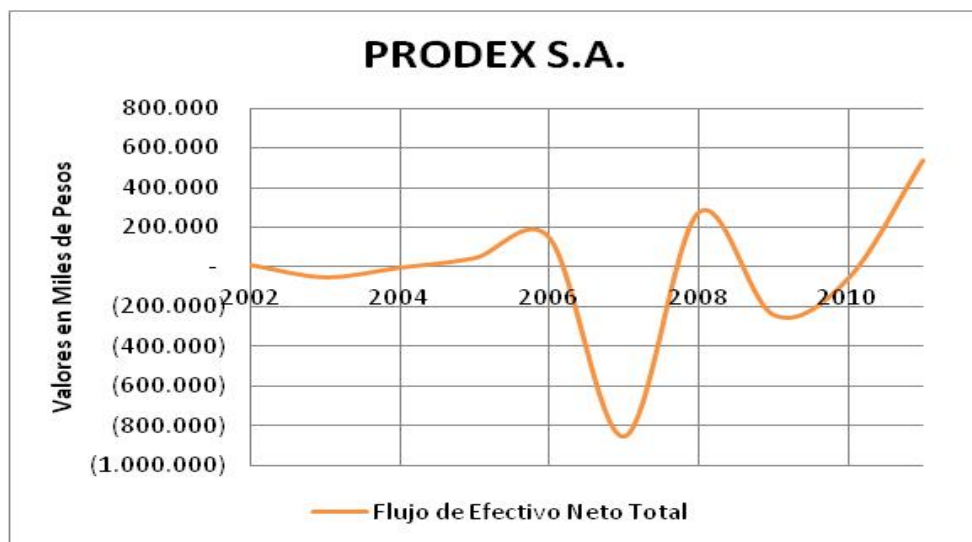
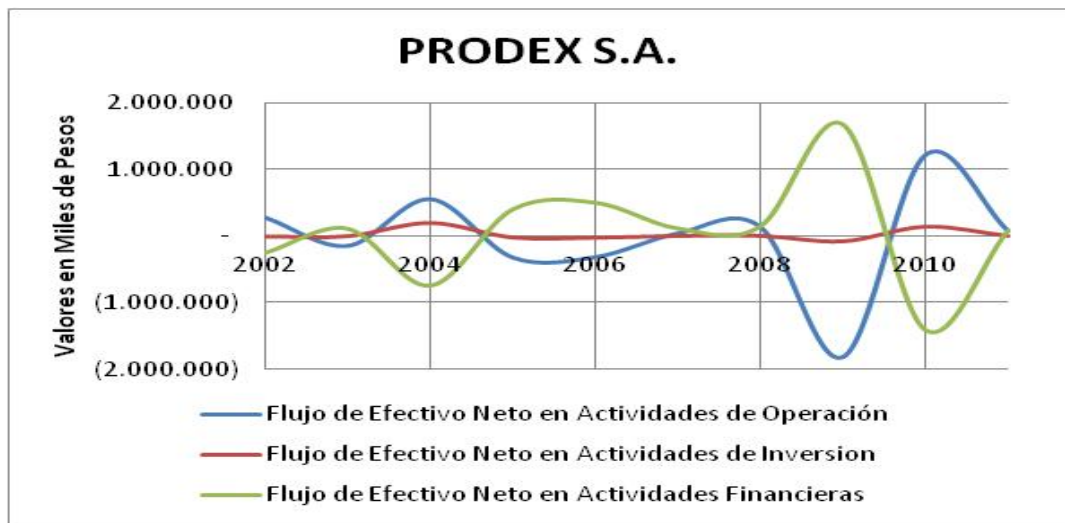
ANEXO W. Flujos de Efectivo Carmona & Álvarez Cía. Ltda.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	800048518	CARMONA Y ALVAREZ CIALTDA.	(33.107)	705	38.687	6.285
2003	800048518	CARMONA Y ALVAREZ CIALTDA.	10.707	(7.190)	(8.193)	(4.676)
2004	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	58.046	35.200	(101.993)	(8.747)
2005	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	(192.503)	-	191.055	(1.448)
2006	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	(123.035)	8.102	114.657	(276)
2007	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	-	-	-	24.651
2008	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	(74.418)	(157)	100.054	25.479
2009	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	(27.979)	(3.102)	59.554	28.473
2010	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	(117.117)	(2.330)	125.111	5.664
2011	800048518	CARMONA Y CARMONA LTDA.	-	-	-	14.419



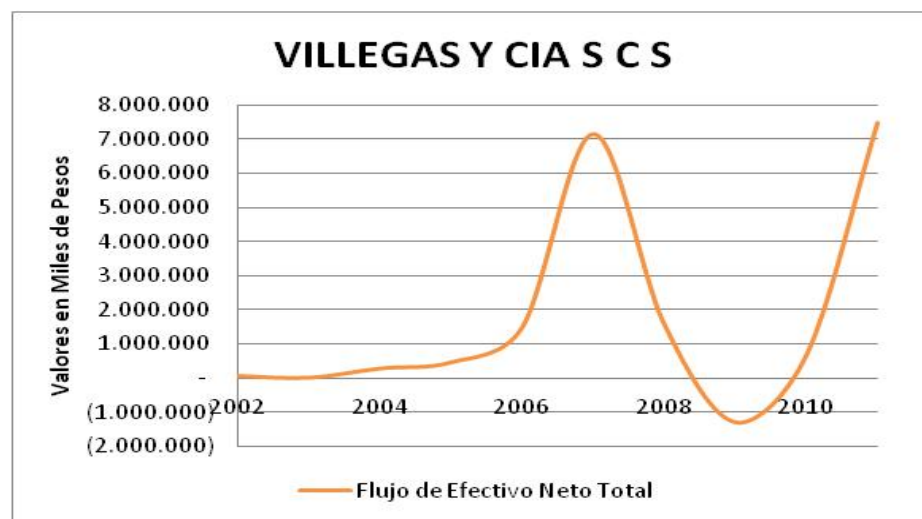
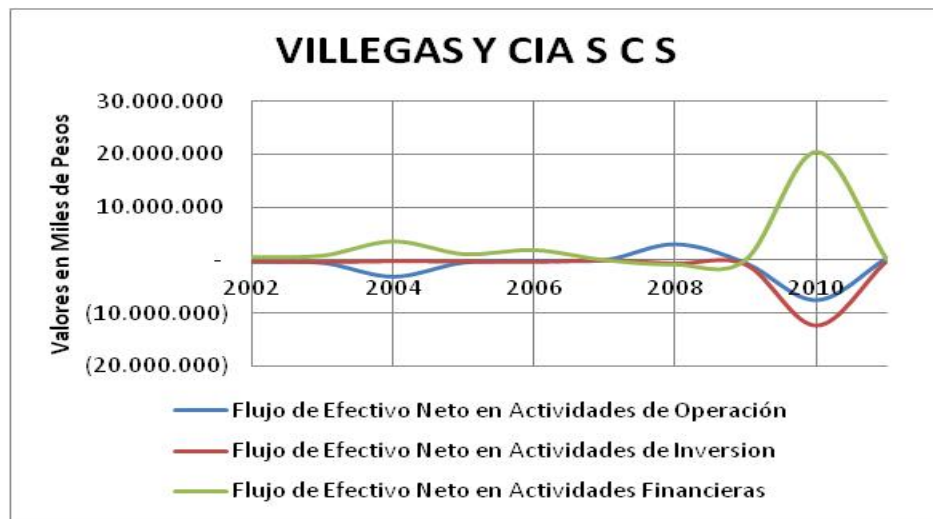
ANEXO X. Anexo B. Flujos de Efectivo Prodex S.A.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	800030594	PRODEX S.A.	278.610	(7.611)	(261.464)	9.535
2003	800030594	PRODEX S.A.	(148.243)	(3.534)	99.233	(52.544)
2004	800030594	PRODEX S.A.	554.877	195.654	(754.453)	(3.922)
2005	800030594	PRODEX S.A.	(324.463)	(23.472)	392.076	44.141
2006	800030594	PRODEX S.A.	(318.390)	(26.700)	491.326	146.236
2007	800030594	PRODEX S.A.	39.029	-	104.884	(854.804)
2008	800030594	PRODEX S.A.	136.980	1.904	135.633	274.517
2009	800030594	PRODEX S.A.	(1.824.654)	(81.098)	1.664.218	(241.534)
2010	800030594	PRODEX S.A.S	1.218.755	138.786	(1.416.581)	(59.040)
2011	800030594	PRODEX S.A.S	78.231	-	70.880	536.408



ANEXO Y. Flujos de Efectivo Villegas & Cía. SCS

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	(323.191)	(187.822)	570.000	58.987
2003	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	(508.534)	(329.938)	847.848	9.376
2004	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	(3.133.071)	(164.105)	3.577.152	279.976
2005	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	(454.546)	(227.031)	1.140.201	458.624
2006	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	(110.121)	(323.743)	1.916.886	1.483.022
2007	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	4.402	-	-	7.145.832
2008	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	3.030.692	(621.190)	(842.473)	1.567.029
2009	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	(575.416)	(833.948)	111.513	(1.297.851)
2010	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	(7.568.660)	(12.350.820)	20.594.403	674.923
2011	800025839	VILLEGAS Y CIA S C S	451.867	-	-	7.477.479



ANEXO Z. Flujos de Efectivo Ferretería Tama S.A.

Año	Nit	Razón Social	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Operación	Flujo de Efectivo Neto en Actividades de Inversión	Flujo de Efectivo Neto en Actividades Financieras	TOTAL - Aumento (Disminución) del Efectivo (Renglo)
2002	800015379	FERRETERIA TAMA S A	358.003	(43.250)	(319.088)	(4.335)
2003	800015379	FERRETERIA TAMA S A	98.105	(45.009)	(4.355)	48.741
2004	800015379	FERRETERIA TAMA S A	(58.077)	(51.252)	115.186	5.857
2005	800015379	FERRETERIA TAMA S A	(161.715)	(327.430)	452.621	(36.524)
2006	800015379	FERRETERIA TAMA S A	(1.635.831)	(239.692)	2.144.327	268.804
2007	800015379	FERRETERIA TAMA S A	315.942	3.728	200.000	(200.000)
2008	800015379	FERRETERIA TAMA S A	532.472	(67.748)	(493.565)	(28.841)
2009	800015379	FERRETERIA TAMA S A	916.945	(25.103)	(877.006)	14.836
2010	800015379	FERRETERIA TAMA S A	(127.629)	(68.703)	321.018	124.686
2011	800015379	FERRETERIA TAMA S A	-	-	-	(461.687)

