

# NOTA EDITORIAL

## EL EFECTO DE LA REVALUACIÓN DEL PESO COLOMBIANO SOBRE EL RESULTADO DE LAS EMPRESAS

**E**n los últimos dos años, varios países emergentes e industrializados han experimentado una revaluación de su moneda. Ese ha sido el caso de las apreciaciones registradas en Brasil (-24,9%), Chile (-25,1%), Perú (-3,8%), Canadá (-17,2%), la zona del euro (-6,6%) y Nueva Zelanda (-15,9%), entre otros<sup>1</sup>. Revaluaciones nominales de estas magnitudes pueden conducir a una reducción del volumen o del margen de ganancia de las exportaciones o de la producción que compite con bienes importados. Si adicionalmente la revaluación nominal está acompañada de una inflación interna mayor que la externa, se puede generar una gran pérdida de competitividad de la producción nacional.

Pero la apreciación nominal también conlleva ciertas ventajas para las empresas. Por ejemplo, mejora los balances de aquellas con pasivos en moneda extranjera y les facilita el acceso a créditos, también disminuye el costo del servicio de la deuda externa y reduce el precio en moneda local de las materias primas, los insumos y la maquinaria importada.

Por lo anterior, en países como Canadá se han realizado encuestas de opinión, en las cuales se les pregunta a las empresas sobre el impacto que

---

<sup>1</sup> Variaciones de las monedas entre julio de 2003 y septiembre de 2005, tomado de Bloomberg.

ha tenido la revaluación en su desempeño<sup>2</sup>. En la más reciente (diciembre de 2004), el 55% de ellas manifestó que la apreciación de la moneda ha tenido efectos negativos, principalmente por la reducción en el margen de utilidad. Para enfrentar lo anterior y mitigar sus efectos, las medidas esenciales que han tomado son las siguientes: reorientar la producción, incrementar las compras de materias primas desde los mercados asiáticos, reducir los costos laborales e implementar otras medidas para aumentar la productividad y reducir los costos.

En el caso colombiano, entre julio de 2003 y septiembre de 2005, la tasa de cambio nominal ha caído 20,5%. Por tal razón, en agosto del presente año, el Banco de la República contrató con Fedesarrollo un módulo de preguntas en su encuesta de opinión, en donde se indagó acerca del efecto de la revaluación de los últimos dos años sobre el desempeño de 340 empresas<sup>3</sup>. En la primera sección de esta Nota Editorial se presentan los resultados del total nacional y según las diferentes clasificaciones utilizadas en el estudio: tamaño de la empresa, si es o no exportadora, actividad económica (clasificación internacional industrial uniforme –CIIU–), y uso o destino económico del bien que produce (clasificación de uso o destino económico –Cuode–).

En la segunda sección se muestran algunas cifras estadísticas que corroboran las principales opiniones dadas por las empresas, tales como balances de las empresas, comportamiento del valor de las importaciones de bienes de capital y materias primas, evolución de la productividad y el mercado salarial, y el crédito externo privado. En la última sección se presentan las principales conclusiones.

## ***I. OPINIÓN DE LAS EMPRESAS EN COLOMBIA***

En la encuesta realizada por Fedesarrollo, el 50,9% del total de empresas manifestó que la revaluación del peso en los últimos dos años ha tenido un efecto desfavorable, el 27,5% que el efecto ha sido favorable y el 21,6% contestó que ha sido neutral. Las empresas exportadoras son las que se han visto más perjudicadas por la apreciación del peso (65,6%), mientras que la

---

<sup>2</sup> Banco de Canadá, "Adjusting to the Appreciation of the Canadian Dollar", Supplement to the winter 2004-05 Business Outlook Survey. Disponible en internet en <[http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2005/winter/adj\\_e\\_0105.pdf](http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2005/winter/adj_e_0105.pdf)>.

<sup>3</sup> Se encuestaron a los primeros directivos de empresas con patrimonio en 2002 igual o superior de \$500 millones (m).

mayoría de las que venden su producto únicamente en el mercado interno (75,7%) manifestó que el efecto ha sido favorable o neutral (Gráfico 1).

Como es de esperar, entre más alta es la proporción de exportaciones respecto del total de ventas, mayor es el descontento por la revaluación del peso. En efecto, el 54,3% de las empresas que dedican como máximo el 30% de su producción a la exportación, manifestó que el efecto ha sido desfavorable, porcentaje que se sitúa por encima del 80% cuando se consideran empresas que exportan más del 30% (Gráfico 2).

Cuando se clasifican las empresas encuestadas según el uso o destino económico del bien que producen, se observa que aquellas dedicadas a generar bienes de capital y materias primas son las que afirman haber sido más perjudicadas por la revaluación (65,2% y 57,5% de ellas, respectivamente). Por su parte, las empresas especializadas en producir materiales de construcción y bienes de consumo, manifestaron en un 63,7% y 54%, respectivamente, que la apreciación nominal les ha favorecido o no ha tenido ningún impacto (Gráfico 3).

Los sectores económicos que se consideran más perjudicados con el comportamiento del tipo de cambio son los dedicados a producir: metálicas

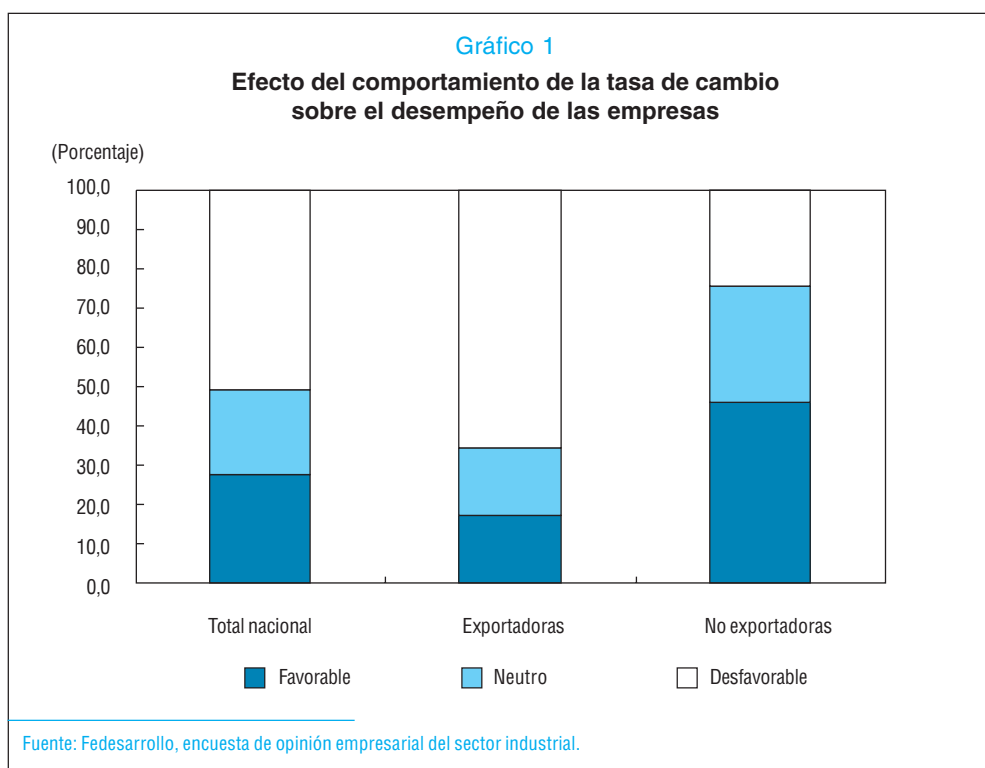
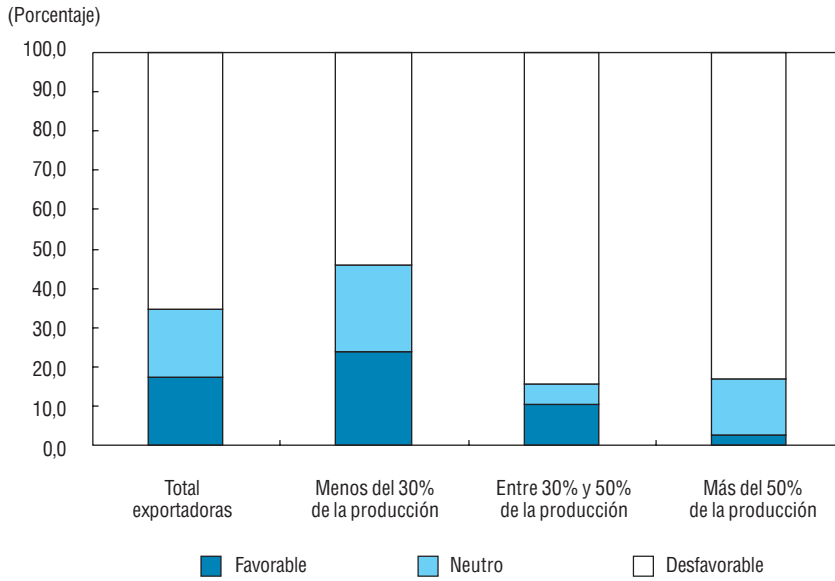


Gráfico 2

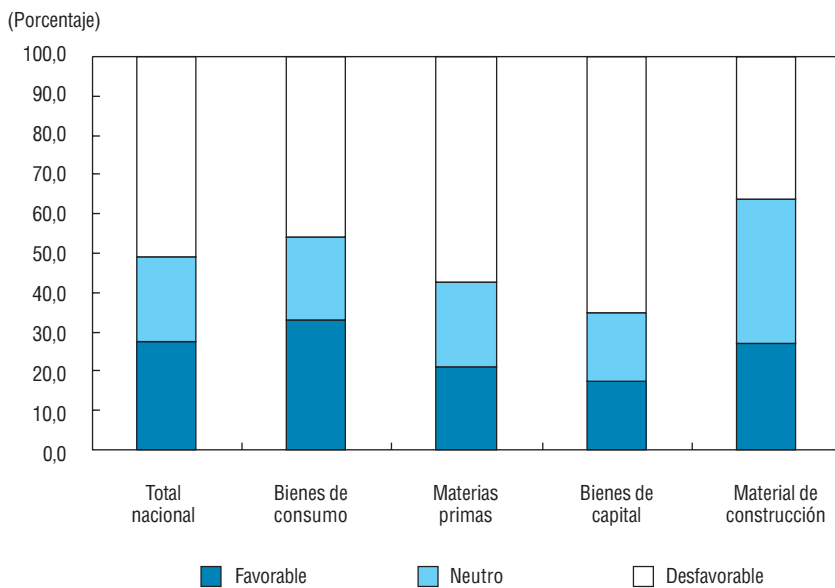
**Efecto del comportamiento de la tasa de cambio sobre el desempeño de las empresas exportadoras**



Fuente: Fedesarrollo, encuesta de opinión empresarial del sector industrial.

Gráfico 3

**Efecto del comportamiento de la tasa de cambio sobre el desempeño de las empresas, por destino económico**



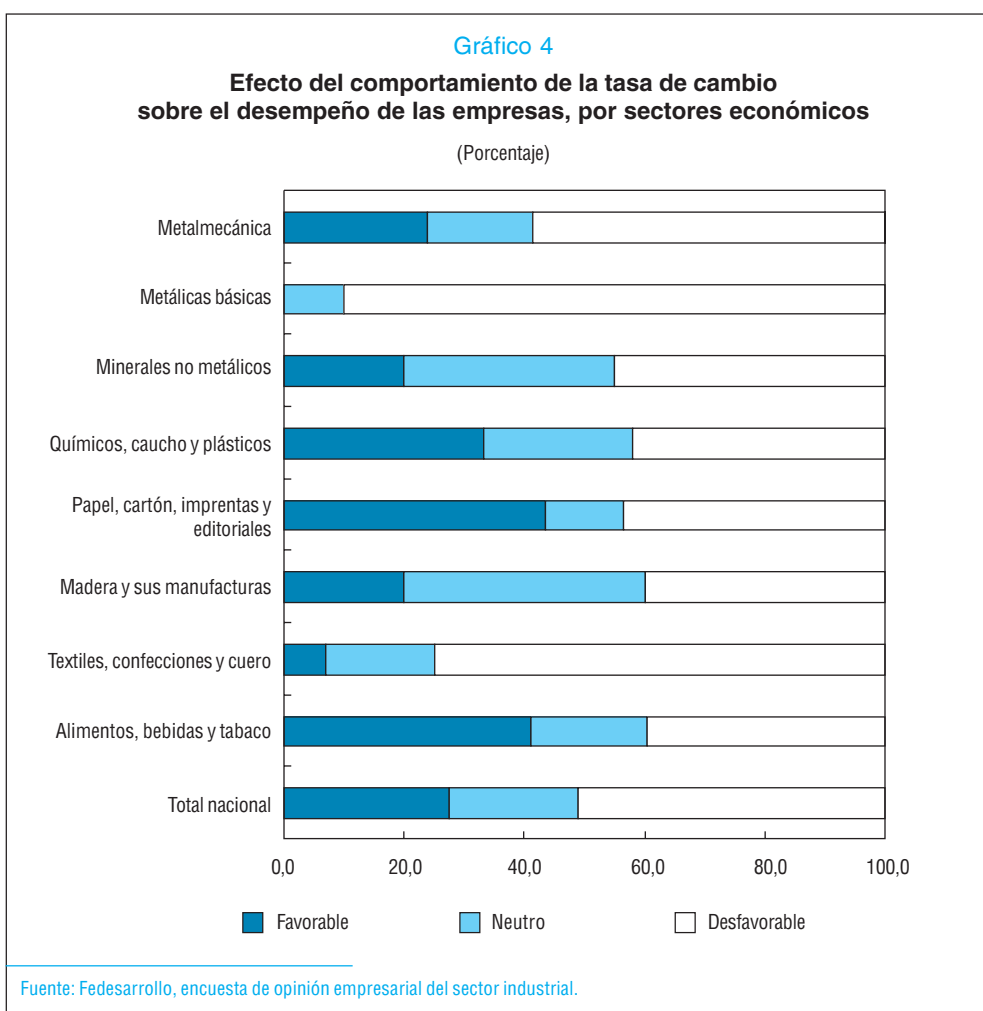
Fuente: Fedesarrollo, encuesta de opinión empresarial del sector industrial.

básicas (90%), textiles, confecciones y cuero (75%) y metalmecánica (58,7%). Por su parte, sólo el 39,7% de las empresas clasificadas dentro del grupo alimentos, bebidas y tabaco consideró que la apreciación nominal de los últimos dos años las ha afectado de forma negativa (Gráfico 4).

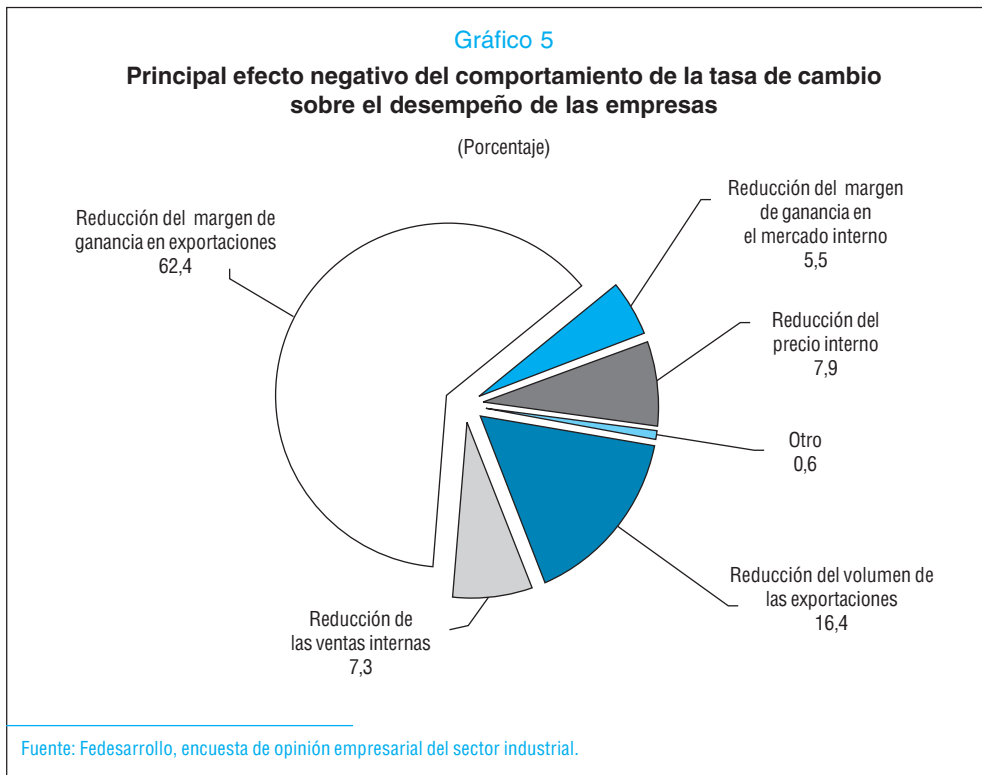
### A. ¿Cuál ha sido el efecto negativo de la revaluación y cómo han reaccionado las empresas que se han visto afectadas?

Las empresas que respondieron que se han visto perjudicadas por la revaluación manifestaron lo siguiente:

- 62,4% de ellas señala que el principal efecto negativo ha sido la reducción en el margen de ganancia de las exportaciones<sup>4</sup> (Gráfico 5).



<sup>4</sup> Este resultado es similar a lo manifestado por los empresarios de países como España, Nueva Zelanda y Canadá. Véase: Banco de España, "Informe anual 2003. El área del euro y la política



- Las empresas no exportadoras respondieron que el principal efecto negativo de la revaluación ha sido la reducción del volumen de ventas en el mercado colombiano.
- Entre las medidas más importantes que han tomado las empresas para contrarrestar los efectos negativos de la caída del tipo de cambio se encuentran: la reducción de costos laborales (22,6%), el aumento del uso de insumos y materias primas importados (17,7%), la inversión en maquinaria y equipo (11%) y otras medidas para incrementar la productividad (18,3%). En términos generales, cuando se observan las distintas clasificaciones, la principal reacción que han tomado las empresas se encuentra dentro de las anteriores cuatro opciones (Anexo 1).
- Los mecanismos de cobertura cambiaria han tenido un uso muy limitado, pues sólo el 9,8% de las empresas encuestadas manifestó haberlos utilizado como su principal medida de protección. Ninguna

monetaria común”, disponible en internet, <<http://www.bde.es/informes/be/infanu/2003/cap3.pdf>>; y DHL, “DHL Export Barometer. New Zealand Export Trends”, mayo de 2004, disponible en internet, <<http://www.nzte.govt.nz/common/files/dhl-export.pdf>>.

de las Pyme los consideró como su primera opción de defensa ante la apreciación<sup>5</sup>.

- Finalmente, sólo el 1,8% del total de firmas respondió que la principal medida para contrarrestar los efectos negativos de la revaluación del peso ha sido producir menos.

## **B. ¿Qué opinan las empresas que se han visto favorecidas con la revaluación?**

De las empresas que respondieron que el comportamiento de la tasa de cambio ha tenido un efecto favorable sobre su desempeño, el 61,8% considera que el principal beneficio ha sido la reducción en el costo de los insumos o materias primas, y el 24,7% la reducción en el costo de la inversión en maquinaria y equipos importados.

Cuando se clasifican las respuestas según las distintas categorías del estudio, la reducción en el costo de insumos importados continúa como el principal beneficio, y es particularmente relevante para las empresas que exportan más del 30% de su producción<sup>6</sup>.

Dentro de los beneficios más importantes de la apreciación, la disminución en el costo de la inversión en maquinaria y equipo, en la mayoría de los casos, aparece en un segundo lugar, excepto en el sector de materiales para la construcción, para el cual es el principal beneficio; para el sector de papel, cartón, imprentas y editoriales, textiles y confecciones, este beneficio es tan importante como la reducción en el costo de insumos importados; y para el sector de madera y sus manufacturas, y las empresas que exportan más del 30% de su producción, no es el efecto principal.

La reducción en el costo del servicio de la deuda externa y las menores tasas de interés en Colombia fueron señaladas como el efecto más importante por el 6,7% y el 4,5% de las empresas, respectivamente, y son de particular relevancia para algunos sectores. Por ejemplo, para el sector de textiles y confecciones la reducción del servicio de la deuda externa ha tenido un efecto positivo tan importante como la disminución en los costos de insumos y materias primas. En el caso del sector de madera y sus

---

<sup>5</sup> De hecho, sólo el 5% de las Pyme lo reporta como la segunda medida frente a la revaluación, y el 19,2% como la tercera opción.

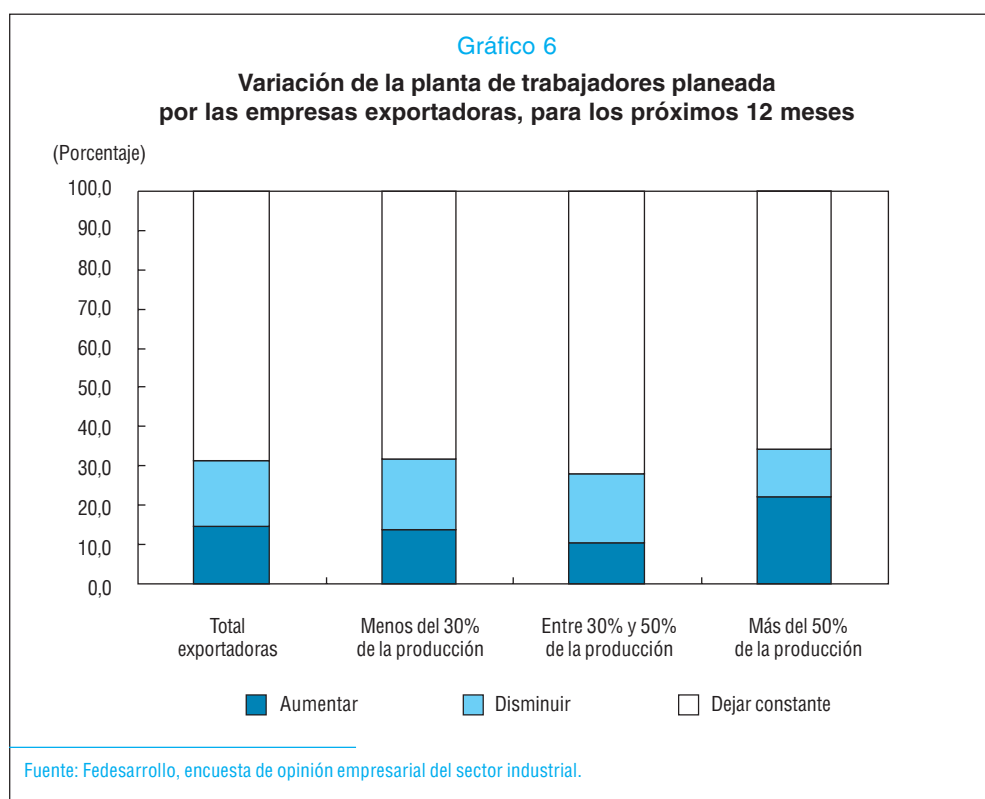
<sup>6</sup> Es el principal beneficio para el 75% de las que exportan entre el 30% y el 50% de su producción, y para el 100% de las que exportan más del 50%

manufacturas, las menores tasas de interés han tenido un efecto favorable tan importante como la reducción en los costos de materias primas e insumos.

### C. Perspectivas para los próximos 12 meses

La encuesta indica que en los próximos 12 meses el 68,2% de las empresas planea dejar constante la planta de trabajadores, el 17% piensa aumentarla y el 14,8% reducirla. Cuando se observan las diferentes clasificaciones, se concluye lo siguiente:

- El 68,4% de las empresas exportadoras mantendrá inalterada su planta de personal, mientras que el 14,8% la aumentará y el 16,7% la disminuirá; este resultado es similar si se observan las empresas que exportan menos del 50% de su producción. De las empresas que exportan más del 50% de su producción el porcentaje que piensa incrementar su planta de personal excede en 9,8 puntos porcentuales (pp) aquél de las que piensa reducirla (Gráfico 6).
- Según actividad económica, la mayor proporción de empresas que planea disminuir su planta de personal se da en el sector de textiles,





confecciones y cuero (20,5%), y en el grupo papel, imprenta y editoriales (21,7%).

Respecto a la inversión en planta y equipo en los próximos doce meses, el 48,1% planea mantenerla constante, el 43,2% aumentarla y 2,8% reducirla. En sectores como alimentos, bebidas y tabaco, papel y cartón, y metálicas básicas, el porcentaje de empresas que planea incrementarla es mayor que el de las que piensa dejarla constante. En las distintas clasificaciones que presenta la encuesta, en ninguno de los casos el porcentaje de empresas que espera reducir su inversión en planta y equipo es superior al 7,7%.

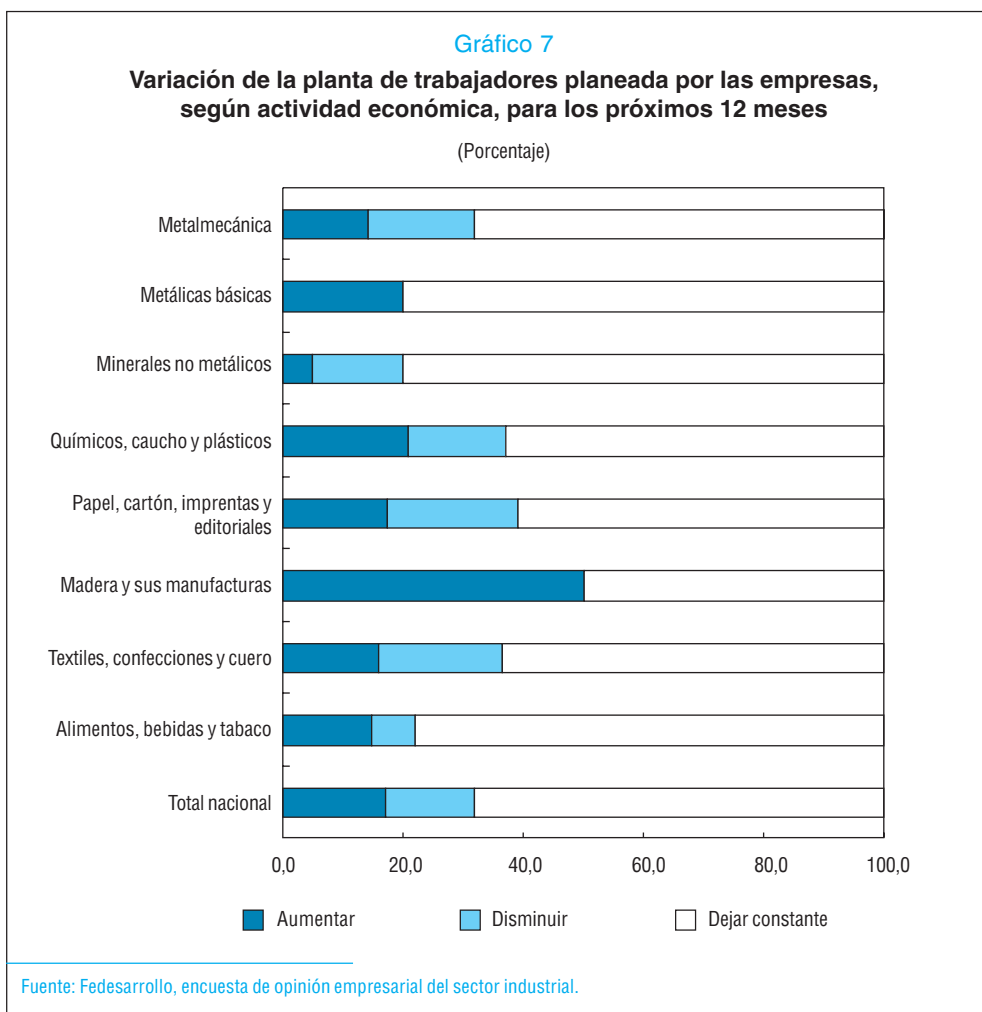
## **II. ¿CONFIRMAN LAS CIFRAS ESTADÍSTICAS LAS OPINIONES DE LA ENCUESTA?**

De la encuesta se concluyó que las empresas exportadoras son las que en mayor medida se han visto perjudicadas por la revaluación de los últimos dos años y que el efecto negativo más importante fue la reducción en el margen de ganancia de los bienes que venden al exterior. De igual forma, las principales acciones que han tomado para enfrentar la apreciación del peso son la reducción de los costos laborales, y el incremento en la adquisición de materias primas y de bienes de capital importados. La caída en el costo de estos dos últimos bienes importados, adicionada a la reducción del servicio de deuda externa privada, son las ventajas más representativas que manifestaron las empresas que se han visto favorecidas con la revaluación.

Por lo anterior, en esta sección se intentará cuantificar las anteriores conclusiones, utilizando para tal efecto diferentes fuentes de información estadística. Para identificar una *muestra de empresas exportadoras*, se utilizó la información de los balances de las empresas reportados a la Superintendencia de Sociedades, y la base de datos de importaciones y exportaciones de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN)<sup>7</sup>; y se seleccionaron todas las empresas para las cuales el valor de sus exportaciones en 2004 representó, como mínimo, el 20% del valor total de sus ventas. Este criterio dio como resultado una muestra de 528 empresas, la cual se denominará en adelante *muestra de empresas exportadoras*. Adicionalmente,

---

<sup>7</sup> Las empresas envían anualmente sus balances a la Superintendencia de Sociedades. Por su parte, las empresas exportadoras e importadoras dan reportes de sus movimientos por estos conceptos a la DIAN.



se utilizó la información de industria de la muestra mensual manufacturera para construir indicadores de productividad y costos laborales.

### **A. Ventas y utilidades brutas de la muestra de empresas exportadoras**

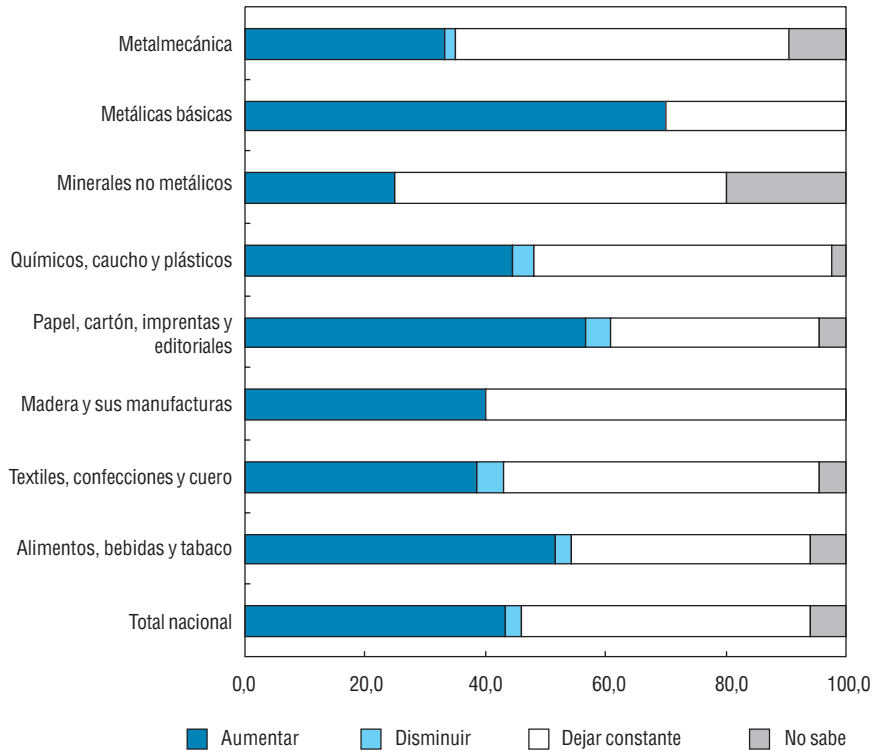
La información de los balances que presentan las empresas a la Superintendencia de Sociedades solo se encuentra actualizada hasta diciembre de 2004, año en el cual se presentó una revaluación promedio de 8,7%. Cuando se observa esta información se concluye lo siguiente para la muestra de empresas exportadoras:

- Las utilidades antes de impuestos, que a 2002 presentaron un incremento anual de 60,3%, en los dos años siguientes mostraron descensos de 15,9% y 2,6% en 2003 y 2004, respectivamente (Cuadro 1).

Gráfico 8

Variación planeada por las empresas de las inversiones en planta y equipo, para los próximos 12 meses

(Porcentaje)



Fuente: Fedesarrollo, encuesta de opinión empresarial del sector industrial.

Cuadro 1

Información de las empresas cuyas exportaciones superan el 20% de sus ventas

	Ventas (1)	Costos (2)	Utilidad bruta (3)=(1)-(2)	Utilidad antes de impuestos (4)	Activos (5)
<b>Millones de pesos</b>					
2000	13.330.275	9.957.336	3.372.939	579.092	16.190.425
2001	14.944.027	11.285.201	3.658.826	495.781	16.363.344
2002	16.484.181	12.252.566	4.231.615	794.709	19.150.124
2003	19.023.269	14.681.955	4.341.314	668.398	20.549.153
2004	21.114.995	16.335.268	4.779.727	650.876	22.127.944
<b>Variación porcentual</b>					
2001	12,11	13,34	8,48	(14,39)	1,07
2002	10,31	8,57	15,65	60,29	17,03
2003	15,40	19,83	2,59	(15,89)	7,31
2004	11,00	11,26	10,10	(2,62)	7,68

Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del Banco de la República.

- Con respecto a 2002, el margen bruto de utilidad (utilidad bruta/ventas) cayó 3 pp y se ubicó en 2003 y 2004 en 23% (Cuadro 2)<sup>8</sup>.
- Los costos por unidad de venta, que en 2003 se habían incrementado en 17,7%, en 2004 no variaron con respecto al año anterior (Cuadro 2).
- La rentabilidad de los activos ha descendido de 4,1% en 2002 a 2,9% en 2004 (Cuadro 2).

## B. Crecimiento de las importaciones de materias primas y bienes de capital

Si se compara el período enero-junio de 2004 y 2005, se observa que las empresas exportadoras consideradas en la muestra aumentaron sus importaciones directas de bienes de capital y materias primas en 15,8% y 6,1%, respectivamente. No obstante, debe tenerse en cuenta que las cifras anteriores son, generalmente, menores que el incremento en la compra total de bienes importados por parte de las empresas, ya que éstas también adquieren los bienes provenientes del exterior a través de los comercializadores<sup>9</sup>.

Evidencia de lo anterior es el crecimiento de las materias primas importadas registradas para el total de agentes de la economía colombiana. En lo

**Cuadro 2**  
**Indicadores de las empresas cuyas exportaciones superan el 20% de sus ventas**

Año	Margen de utilidad bruta	Rentabilidad del activo	Índice de costos por unidad de venta	
	(6)=(3)/(1)	(7)=(4)/(5)	(8)	(Porcentaje)
2000	25,3	3,6	100,0	-
2001	24,5	3,0	75,6	(24,4)
2002	25,7	4,1	76,7	1,5
2003	22,8	3,3	90,2	17,7
2004	22,6	2,9	90,1	(0,1)

**Nota:** (8) se calculó como el cociente entre los costos (2) y las ventas reales. Estas últimas se obtuvieron como las ventas nominales (1) deflactadas por el IPP de bienes exportados, producidos y consumidos.  
Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del Banco de la República.

<sup>8</sup> Se define el margen de utilidad como (ventas – costos)/ventas. Las ventas son antes de impuestos.

<sup>9</sup> Por ejemplo, un exportador del sector agroindustrial compra un tractor importado a un comercializador. Esta última entidad es la que termina reportando a la DIAN el valor de la importación del tractor.

corrido de 2005 hasta julio, éstas han aumentado 19,0% en promedio anual; y, si se excluyen combustibles y lubricantes, se encuentra que los mayores incrementos se han presentado en el sector de materias primas para la industria (18,1%), en particular productos mineros (32,6%), y químicos y farmacéuticos (24,5%) (Cuadro 3).

Igual acontece cuando se observan las importaciones totales de bienes de capital, con crecimiento en lo corrido del presente año hasta de 44,6%. En este grupo ha sido notorio el crecimiento que registran aquellos que se destinan a la actividad industrial (48,2% anual), a equipos de transporte (40,0%) y a los materiales de construcción (41,7%). En particular, dentro de los destinados a la industria, sobresale el grupo de máquinas y aparatos de oficina (44,5%) debido, principalmente, al incremento de bienes relacionados con los computadores (69,0%). En el grupo de maquinaria industrial, que en conjunto crece 28%, se destacan los equipos para la actividad petrolífera, y máquinas y aparatos eléctricos en general. De otro

**Cuadro 3**  
**Importaciones de materias primas según Cuode, a dos dígitos**  
(Millones de dólares FOB)

	Enero-Julio		Variación		Estructura porcentual	
	2004	2005	Absoluta	Porcentual	2004	2005
<b>Materias primas</b>	<b>4.121,5</b>	<b>4.893,8</b>	<b>772,38</b>	<b>18,74</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Combustibles, lubricantes y productos conexos	149,3	236,6	87,32	58,50	3,62	4,83
Combustibles	102,9	166,8	63,92	62,12	2,50	3,41
Lubricantes	45,6	68,9	23,34	51,21	1,11	1,41
Electricidad	0,8	0,8	0,06	7,09	0,02	0,02
Materias primas y productos Int. para la agricultura	355,2	385,9	30,69	8,64	8,62	7,89
Alimentos para animales	127,4	109,6	(17,84)	(14,00)	3,09	2,24
Otras materias primas para la agricultura	227,8	276,3	48,54	21,31	5,53	5,65
Materias primas y productos Int. para la industria (excluido construcción)	3.617,0	4.271,3	654,36	18,09	87,76	87,28
Productos alimenticios	526,1	442,0	(84,13)	(15,99)	12,77	9,03
Productos agropecuarios no alimenticios	593,7	646,2	52,57	8,85	14,40	13,21
Productos mineros	920,9	1.221,2	300,33	32,61	22,34	24,95
Productos químicos y farmacéuticos	1.576,3	1.961,8	385,59	24,46	38,25	40,09

Fuente: DIAN. Cálculos del Banco de la República.

lado, como “otro equipo fijo”, sobresalen los aparatos de radio, de televisión y comunicaciones, cuyo crecimiento se acerca al 100% anual en lo corrido del año hasta julio (Cuadro 4).

### C. La productividad y los costos laborales de la industria

Una forma de medir los cambios en la productividad de una empresa es observar la evolución del número de unidades producidas por trabajador. Indicadores de esta naturaleza tienen el problema de estar afectados por el grado de utilización de capacidad, puesto que una mayor utilización de la misma se ve reflejada en un incremento de la productividad laboral, y viceversa, sin que esto necesariamente signifique que la calidad del factor trabajo haya cambiado.

Reconociendo esta dificultad, una aproximación frecuentemente utilizada para medir productividad consiste en dividir el índice de crecimiento real de la industria sin trilla de café por el índice de empleo del grupo

<b>Cuadro 4</b>						
<b>Importaciones de bienes de capital según Cuode, a dos dígitos</b>						
(Millones de dólares FOB)						
	<u>Enero-Julio</u>		<u>Variación</u>		<u>Estructura porcentual</u>	
	2004	2005	Absoluta	Porcentual	2004	2005
<b>Bienes de capital</b>	2.808,4	4.061,7	1.253,3	44,63	100,00	100,00
Materiales de construcción	146,1	207,0	60,9	41,68	5,20	5,10
Bienes de capital para la agricultura	28,4	29,8	1,4	4,84	1,01	0,73
Máquinas y herramientas	13,6	15,4	1,8	13,55	0,48	0,38
Otro equipo para la agricultura	1,2	1,5	0,2	19,72	0,04	0,04
Material de transporte y tracción	13,6	12,9	(0,7)	(5,25)	0,48	0,32
Bienes de capital para la industria	1.680,1	2.489,7	809,6	48,19	59,82	61,30
Máquinas y aparatos de oficina	353,7	511,1	157,4	44,50	12,59	12,58
Herramientas	40,3	52,3	12,1	29,92	1,43	1,29
Partes y accesorios de maquinaria industrial	112,2	142,1	29,9	26,67	3,99	3,50
Maquinaria industrial	656,0	808,4	152,4	23,24	23,36	19,90
Otro equipo fijo	518,0	975,9	457,8	88,38	18,45	24,03
Equipo de transporte	953,8	1.335,2	381,4	39,99	33,96	32,87
Partes y accesorios de equipo de transporte	421,1	549,4	128,3	30,48	14,99	13,53
Equipo rodante de transporte	525,6	772,7	247,0	47,00	18,72	19,02
Equipo fijo de transporte	7,1	13,1	6,0	85,04	0,25	0,32
Diversos	4,2	4,8	0,6	15,47	0,15	0,12

Fuente: DIAN. Cálculos del Banco de la República.

obreros (Cuadro 5)<sup>10</sup>. Según esta metodología, el incremento anual de la productividad se ha desacelerado al pasar de 5%, en 2002, a 1,4% en junio de 2005. Entre los sectores que en los últimos dos años han tenido un incremento en la productividad se destacan los grupos de fabricación de equipos de transporte; partes, piezas y accesorios de vehículos automotores; muebles; maquinaria y aparatos eléctricos; aparatos de uso doméstico, y refinación de petróleo, en los cuales los aumentos en el producto medio por obrero estuvo entre el 25% y el 79%. En industrias como las básicas de metales preciosos y no ferrosos, tabaco, otros productos de madera, servicios relacionados con la impresión, curtido y preparación de cueros, y fabricación de calzado, la productividad ha caído en los últimos dos años.

Para medir el incremento en los costos salariales, se construyó un índice de costos laborales unitarios, al dividir el costo total de nómina (salario por número de empleados) entre el producto real. Como se observa, desde 2002, estos costos laborales han crecido en términos nominales (Cuadro 5 (5)), pero al descontar la inflación (Cuadro 5 (9)) su tasa de crecimiento ha sido negativa (entre -2,0 y -5,3%), con excepción del período que comprende lo corrido de 2005 hasta julio, en el cual se incrementaron 1,7% en términos anuales.

**Cuadro 5**  
**Indicadores de productividad y costos laborales. Promedios anuales**  
(Porcentaje)

Año	Salario nominal hora obreros industria sin trilla	Producto real industria sin trilla	Empleo obreros industria sin trilla	Productividad obreros industria sin trilla	Costo laboral unitario obreros industria sin trilla	IPC Total nacional	Salario real	Costo laboral real unitario obreros industria sin trilla
	(1)	(2)	(3)	(4)={(2)/(3)} *100	(5)={(1)/(4)} *100	(6)	(7)={(1)/(6)} *100	(8)={(5)/(7)} *100
2001	11,25	0,71	1,59	(0,78)	12,16	7,97	3,08	3,92
2002 1/	9,33	0,86	(4,01)	5,04	4,22	6,35	2,80	(2,00)
2003	5,37	3,91	0,10	3,81	1,52	7,13	(1,64)	(5,27)
2004	5,82	4,85	2,27	2,49	3,06	5,90	(0,10)	(2,69)
2005 2/	8,19	2,50	1,11	1,40	6,88	5,09	2,97	1,73

1/ A partir de enero de 2002 los índices de producción, salarios y empleo se empalman con variaciones porcentuales anuales de los índices de la nueva muestra mensual manufacturera base promedio mes 2001=100.  
2/ Para 2005, los datos se refieren a lo corrido del año hasta junio.  
Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera base promedio 1990=100; base promedio 2001=100. Cálculos del Banco de la República.

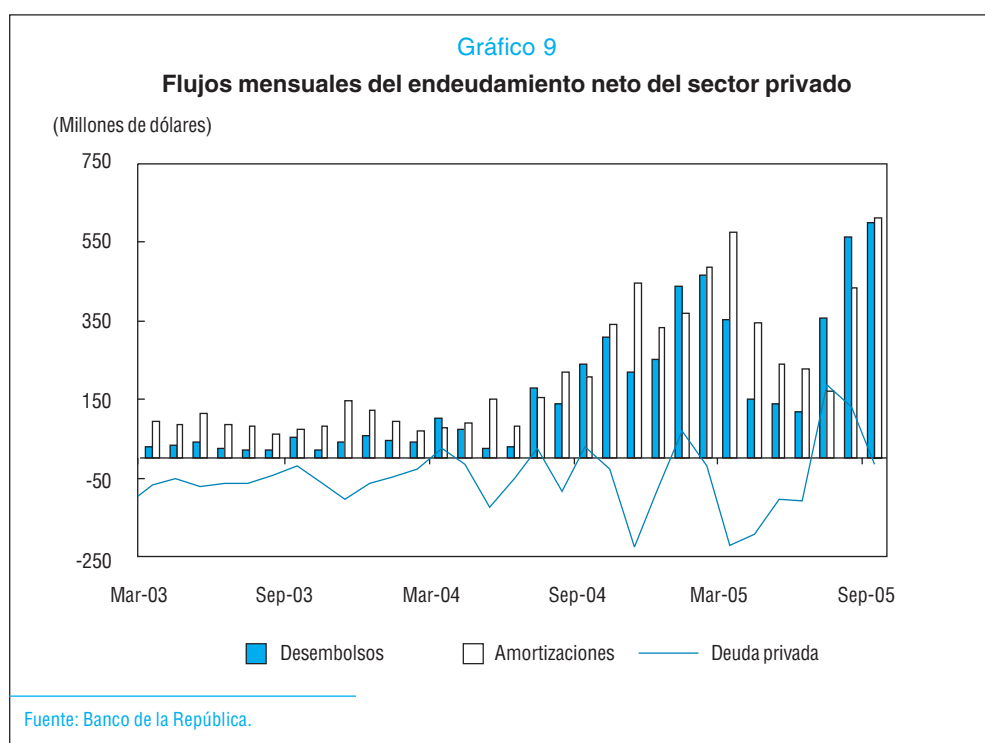
<sup>10</sup> Muestra mensual manufacturera, con fuente DANE.

#### D. Evolución de los flujos de deuda externa privada

Desde mediados de 2004 se ha presentado un incremento de los créditos en moneda extranjera de corto plazo por parte del sector privado, con el objeto de aprovechar las bajas tasas de interés externas. Esto se debe, principalmente, a que en varios meses del período de referencia, la tasa de interés de los créditos en moneda extranjera más el costo de *forward* necesario para cubrirse del riesgo cambiario ha sido inferior a la tasa de interés en pesos que se cobra en Colombia por los créditos a plazos similares.

Como se muestra en el Gráfico 9 y en el Cuadro 6, según cifras de la balanza cambiaria, los desembolsos acumulados a septiembre de 2005, US\$3.189 millones (m), ya superan en casi el doble a los préstamos adquiridos por el sector privado en todo el año 2004 (US\$1.658 m). Aunque en menor medida, algo similar acontece con las amortizaciones, lo que ha conducido a un préstamo neto negativo de US\$272 m en lo corrido de 2005 hasta septiembre.

Cuando se observa la muestra de las empresas exportadoras también se evidencia un alto incremento en el monto de créditos externos, y con mayor intensidad en aquellos de corto plazo. En el primer semestre de 2005, el flujo de crédito neto en moneda extranjera de dichas empresas se ha





Cuadro 6

**Endeudamiento neto del sector privado**

(Millones de dólares)

	Acumulado		2005									
	2003	2004	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Acum.
<b>Préstamo neto</b>	(933)	(608)	69	(20)	(223)	(193)	(102)	(108)	189	131	(14)	(272)
Desembolsos	382	1.658	439	467	354	150	137	120	359	564	599	3.189
Amortizaciones	(1.315)	(2.266)	(370)	(487)	(577)	(344)	(239)	(228)	(170)	(433)	(613)	(3.461)
Prepago de deuda privada	(355)	(358)	(116)	(79)	(36)	(27)	(31)	(29)	(28)	(49)	(29)	(422)

Fuente: Banco de la República.

incrementado en 145,6% en términos anuales, explicado, en su orden, por el aumento del flujo de deuda neta de corto plazo (164,3%) y por la de largo plazo (137,6%). Se destaca que en lo acumulado del año hasta junio de 2005, los desembolsos de corto y largo plazos están en niveles similares a los registrados en todo el año 2004 (Cuadro 7).

### **III. CONCLUSIONES**

Según el módulo especial de la encuesta de opinión de Fedesarrollo contratado por el Banco de la República, las empresas exportadoras son las que en mayor medida se han visto perjudicadas por la revaluación del peso frente al dólar. La consecuencia negativa más importante según dichas empresas, ha sido la reducción en el margen de ganancia de los bienes que venden al exterior. Las principales acciones que las empresas han tomado para mitigar los efectos de la apreciación del peso han sido la reducción de los costos laborales y el incremento en la adquisición de materias primas y de bienes de capital importados. Reducir la producción como respuesta a la revaluación sólo fue considerada por el 1,8% de las empresas. Otro aspecto importante para destacar es el uso limitado de los mecanismos de cobertura cambiaria.

Por su parte, las empresas que manifestaron que se han visto favorecidas por la revaluación, consideran que los principales beneficios han sido, en su orden: los menores precios de las materias primas y bienes de capital importados, y el menor costo en el servicio de la deuda.

Cuadro 7

**Préstamos externos de las empresas cuyas exportaciones superan el 20% de sus ventas**

	Préstamos						Total
	Corto plazo			Largo plazo			
	Desembolsos	Amortizaciones	Total	Desembolsos	Amortizaciones	Total	
<b>Millones de dólares</b>							
2003							
I	19,8	(18,5)	1,2	12,5	(31,3)	(18,8)	(17,6)
II	5,2	(25,7)	(20,6)	19,6	(33,6)	(14,0)	(34,6)
Total	24,9	(44,2)	(19,3)	32,1	(64,9)	(32,8)	(52,1)
2004							
I	31,5	(22,1)	9,5	51,8	(29,9)	22,0	31,5
II	32,4	(37,1)	(4,7)	32,7	(30,7)	2,0	(2,7)
Total	64,0	(59,2)	4,8	84,6	(60,5)	24,0	28,8
2005							
I	63,6	(38,5)	25,1	79,4	(27,1)	52,3	77,3
<b>Variación porcentual anual</b>							
2004							
I	59,61	19,14	661,04	315,72	(4,56)	(216,98)	(279,29)
II	52,90	4,42	(7,73)	6,68	(0,87)	(11,44)	(9,23)
Total	156,77	33,74	(124,85)	163,59	(6,70)	(173,20)	(155,27)
2005							
I	101,63	74,68	164,31	53,15	(9,08)	137,60	145,65

Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del Banco de la República.

Algunas de las opiniones anteriores fueron validadas con diferentes fuentes de información estadística, como se muestra a continuación:

- Según los balances de una muestra de empresas exportadoras, entre 2002 y 2004 éstas presentaron una caída en su margen de utilidad bruta (-3 pp), descensos en sus utilidades antes de impuestos (-18%) y disminuciones en la rentabilidad de sus activos (-1,2 pp).
- Entre enero y junio de 2005, en la muestra de empresas exportadoras se observó un crecimiento anual en dólares de las importaciones directas de materias primas de 6,1% y de bienes de capital de 15,8%. No obstante, dado que las empresas también compran este tipo de bienes producidos externamente a comercializadores domésticos, se analizó el total de importaciones de la economía. Se encontró que en lo corrido del año hasta julio, las compras de materias primas y de bienes de capital procedentes del exterior también presentaron crecimientos importantes: 19% y 44,6%, respectivamente.

- Los cálculos realizados con las cifras de la muestra mensual manufacturera indican que el incremento anual de la productividad se ha desacelerado al pasar de 5%, en 2002, a 1,4% en junio de 2005. Con respecto a los costos laborales unitarios reales, entre 2002 y 2004 la tasa de crecimiento ha sido negativa (entre -2,0% y -5,3%), y en lo corrido de 2005 hasta julio, fue positiva, 1,7% en términos anuales.
- Las cifras de la balanza cambiaria reflejan, desde mediados de 2004, un incremento de los créditos en moneda extranjera por parte del sector privado<sup>11</sup>. En la muestra de las empresas exportadoras también se encontró este comportamiento, con mayor intensidad para los créditos de corto plazo. En el primer semestre de 2005, el flujo de crédito neto en moneda extranjera de dichas empresas se ha incrementado en 145,6% en términos anuales, explicado en su orden, por el aumento del flujo de deuda neta de corto plazo, 164,3%, y por la de largo plazo, 137,6%. Se destaca que en lo acumulado hasta junio de 2005, los desembolsos de corto y largo plazos en la muestra están en niveles similares a los registrados en todo el año 2004.

*José Darío Uribe Escobar*  
*Gerente General\**

---

<sup>11</sup> Ello se debe principalmente a que en varios meses del periodo de referencia, la tasa de interés de los créditos en moneda extranjera más el costo de *forward* necesario para cubrirse del riesgo cambiario, ha sido inferior a la tasa de interés en pesos que se cobra en Colombia por los créditos a plazos similares.

\* Esta Nota Editorial fue elaborada gracias a la colaboración de Carlos Huertas, jefe de la Sección Sector Externo; Jorge Martínez y Gloria Sarmiento, profesionales de las secciones de Sector Externo y de Sector Financiero del Banco de la República, respectivamente. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco y son de la responsabilidad del Gerente General.

## Anexos

### Anexo 1 Principal medida de las empresas para enfrentar los efectos desfavorables de la revaluación

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
<b>Total nacional</b>	<b>22,6</b>	<b>11,0</b>	<b>17,7</b>	<b>18,3</b>	<b>9,8</b>	<b>1,8</b>	<b>9,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>
Tamaño									
Grandes	17,5	9,7	20,4	18,4	10,7	1,0	15,5	2,9	3,9
Pyme	31,1	13,1	13,1	18,0	8,2	3,3	0,0	8,2	4,9
Exportación									
Exportadoras	21,0	8,0	20,3	18,1	10,1	1,4	11,6	5,8	3,6
No exportadoras	30,8	26,9	3,8	19,2	7,7	3,8	0,0	0,0	7,7
Cuode									
Bienes de consumo	18,8	7,5	21,3	18,8	10,0	3,8	11,3	5,0	3,8
Materias primas	19,6	17,4	15,2	23,9	10,9	0,0	6,5	4,3	2,2
Bienes de capital	36,7	13,3	13,3	13,3	6,7	0,0	6,7	0,0	10,0
Material de construcción	25,0	0,0	12,5	0,0	12,5	0,0	25,0	25,0	0,0
CIU									
Alimentos, bebidas y tabaco	7,1	3,6	21,4	25,0	14,3	3,6	10,7	7,1	7,1
Textiles, confecciones y cuero	24,2	9,1	24,2	21,2	9,1	6,1	3,0	3,0	0,0
Madera y sus manufacturas	25,0	25,0	25,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0
Papel, cartón, imprentas y editoriales	10,0	20,0	10,0	40,0	0,0	0,0	10,0	10,0	0,0
Químicos, caucho y plásticos	25,0	9,4	21,9	12,5	15,6	0,0	12,5	3,1	0,0
Minerales no metálicos	33,3	11,1	11,1	0,0	11,1	0,0	33,3	0,0	0,0
Metálicas básicas	11,1	33,3	0,0	22,2	0,0	0,0	11,1	11,1	11,1
Metalmeccánica	29,7	10,8	13,5	16,2	8,1	0,0	5,4	5,4	10,8

**Nota:** A. Reducir costos laborales; B. Invertir en maquinaria y equipo; C. Aumentar uso de insumos o materias primas importados; D. Tomar otras medidas para incrementar la productividad. E. Buscar nuevos mercados de exportación; F. Producir un menor número de productos; G. Emplear mecanismos financieros de cobertura cambiari; H. Ninguna acción; I. Otras.

Fuente: Fedesarrollo, encuesta de opinión empresarial del sector industrial.

## Anexo 2

### Principal beneficio obtenido por las empresas que se han visto favorecidas por la revaluación

	Reducción costo maquinaria importada	Reducción costo materias primas	Reducción costo del servicio deuda externa	Menores tasas de interés en Colombia	Otro
<b>Total nacional</b>	<b>24,7</b>	<b>61,8</b>	<b>6,7</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>
<b>Tamaño</b>					
Grandes	26,8	55,4	10,7	5,4	1,8
Pyme	21,2	72,7	0,0	3,0	3,0
<b>Exportación</b>					
Exportadoras	22,2	58,3	13,9	2,8	2,8
No exportadoras	26,4	64,2	1,9	5,7	1,9
<b>Cuode</b>					
Bienes de consumo	17,2	70,7	5,2	6,9	0,0
Materias primas	35,3	47,1	11,8	0,0	5,9
Bienes de capital	37,5	50,0	12,5	0,0	0,0
Material de construcción	50,0	33,3	0,0	0,0	16,7
<b>CIIU</b>					
Alimentos, bebidas y tabaco	14,3	71,4	7,1	7,1	0,0
Textiles, confecciones y cuero	33,3	33,3	33,3	0,0	0,0
Madera y sus manufacturas	0,0	50,0	0,0	50,0	0,0
Papel, cartón, imprentas y editoriales	40,0	40,0	10,0	10,0	0,0
Químicos, caucho y plásticos	22,2	70,4	3,7	0,0	3,7
Minerales no metálicos	25,0	50,0	0,0	0,0	25,0
Metálicas básicas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Metalmecánica	40,0	53,3	6,7	0,0	0,0

Fuente: Fedesarrollo, encuesta de opinión empresarial del sector industrial.