

**Daniel Espinosa Castro**  
Analista de Finanzas Corporativas  
(+57-1) 3538787 Ext. 6191  
[daniel.espinosa@corficolombiana.com](mailto:daniel.espinosa@corficolombiana.com)

**Rafael España Amador**  
Director de Finanzas Corporativas  
(+57-1) 3538787 Ext. 6195  
[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

**Sergio Consuegra Nigrinis**  
Analista de Inteligencia Empresarial  
(+57-1) 3538787 Ext. 6197  
[sergio.consuegra@corficolombiana.com](mailto:sergio.consuegra@corficolombiana.com)

## Por qué es difícil saber cuánto tiempo las empresas pueden sobrellevar una cuarentena

- Hace un mes en un [informe especial](#) estimábamos, con datos contables recientes, que el 75% de una muestra de las empresas **más grandes** del sector real del país podían resistir poco más de dos meses sin vender absolutamente nada durante la crisis del COVID-19.
- Desde la publicación de este informe han circulado estimativos de varias fuentes sobre cuánto pueden resistir las empresas colombianas sin tener ventas.
- Podemos decir que, por la naturaleza de las **pequeñas y medianas empresas**, ningún indicador contable por sí solo permite concluir con certeza cuánto pueden (o pudieron) aguantar las **Pymes** en un escenario de parálisis de ventas.
- Para tener un diagnóstico más acertado sobre la situación de las Pymes es necesario tener más datos e ir más allá de la contabilidad. Solo así se tendrá la información para diseñar respuestas de política pública.

### › ¿Qué se ha dicho?

En las últimas semanas los medios de comunicación han sacado a relucir declaraciones de varias entidades y gremios sobre la capacidad de la resiliencia empresarial. Acá varios ejemplos.

- i) “El 75% de las empresas de Bogotá región tienen 65 días para aguantar si no venden ni un frijol”. Esto lo afirmó la secretaria de Desarrollo Económico de Bogotá en una entrevista en [Noticias Caracol](#)
- ii) En promedio las empresas tienen 3,4 meses de liquidez para financiar nóminas y arriendo, de acuerdo con estimaciones realizadas por la Facultad de Economía de la Universidad de [Los Andes](#)
- iii) Si las empresas destinaran la totalidad de sus recursos al pago de salarios y seguridad social de sus trabajadores, soportarían 53 días, según una encuesta realizada por la [ANDI](#)
- iv) El 55% de los empresarios podría mantener su nómina entre 1 y 4 semanas, según [la Encuesta de Ritmo Empresarial de Bogotá](#)
- v) El 90% de las empresas del sector real más grandes del país pueden cumplir con sus gastos sin necesidad de vender durante 52 días, según nuestro [informe](#) del mes pasado al respecto.

Estas estimaciones de la resiliencia empresarial tienen muchas razones para diferir, pero queremos destacar tres: i) la naturaleza de las empresas que estudiamos, ii) el indicador de liquidez que se usa y iii) el momento de corte de la información. Más allá de decir que “ninguna forma de medir sirve”, buscamos llamar la atención de distintos

# 90%

de las empresas más grandes del sector real del país aguantan hasta 52 días sin vender nada, según nuestros cálculos

# Nadie

tiene la medida definitiva de cuánto aguantarán las empresas durante la pandemia

## La liquidez

*de una empresa se define como la disponibilidad de efectivo y equivalentes*

actores como gremios, el sector financiero y el gobierno, para que coordinen esfuerzos, continúen abriendo canales de comunicación y busquen construir **mejor información** de forma conjunta para poder tomar mejores decisiones de política.

En una coyuntura de características excepcionales, la información vigente de hace un mes o dos semanas puede no reflejar la realidad económica de las empresas de la manera que deseamos. **La verdad, es que saber en qué terreno están paradas las empresas hoy, es más difícil que nunca.**

### › Hay que ir más allá de la contabilidad

Es mucho más complicado sacar conclusiones sobre la situación de las empresas pequeñas que de las empresas grandes debido a que existe un menor volumen de información comparable y tomar decisiones de política sobre cuántos días puede sobrellevar una compañía un escenario adverso con base en la contabilidad agregada de muchas empresas, además apresurado es ingenuo.

Si bien estudiar la contabilidad permite ver la historia financiera de una compañía, la complejidad de los negocios requiere que las normas contables tengan cierto grado de flexibilidad para que se pueda expresar la realidad económica de estos. En muchos casos esto puede llevar a que su interpretación sea compleja. Por esta razón en el mercado bursátil se contratan analistas financieros, expertos en estudiar la contabilidad de cada compañía de forma exhaustiva con el objetivo de otorgar una calificación crediticia o de emitir un juicio sobre el precio de la acción de una empresa (visite nuestra sección de [renta variable](#) para análisis de ese estilo).

Un ejemplo caro para esta coyuntura es la liquidez. La liquidez de una empresa no es otra cosa que la disponibilidad de efectivo y equivalentes que esta tenga para cumplir con sus obligaciones. Un activo puede considerarse líquido si puede volverse dinero en efectivo de forma ágil y fácil. Bajo la flexibilidad de las normas contables un activo puede considerarse líquido para una empresa, pero no para otra, incluso aunque ambas pertenezcan al mismo sector. La información agregada puede llevarnos a no entender de forma clara si las empresas están o no apretadas. En últimas, la realidad económica de las empresas

Sin embargo, para plantear políticas públicas para **empresas medianas y pequeñas** es vital **complementar la información** contable con el conocimiento e intuición que tienen las **agremiaciones y asociaciones empresariales e industriales** para validar las conclusiones sobre la liquidez de las empresas. Es importante recordar que la agilidad que tenga una empresa para transformar sus activos, como oficinas o maquinaria, en efectivo o equivalentes, se entenderá como la capacidad una empresa de generar liquidez y en muchos casos los activos líquidos se pueden inferir del activo corriente en la contabilidad, pero en muchos otros la contabilidad se queda corta.

## El problema

*de solo usar información contable de las empresas, es que se puede llegar a conclusiones erróneas*

## La empresa

*grande tiende a tener un sistema de información contable más robusto que la pequeña*

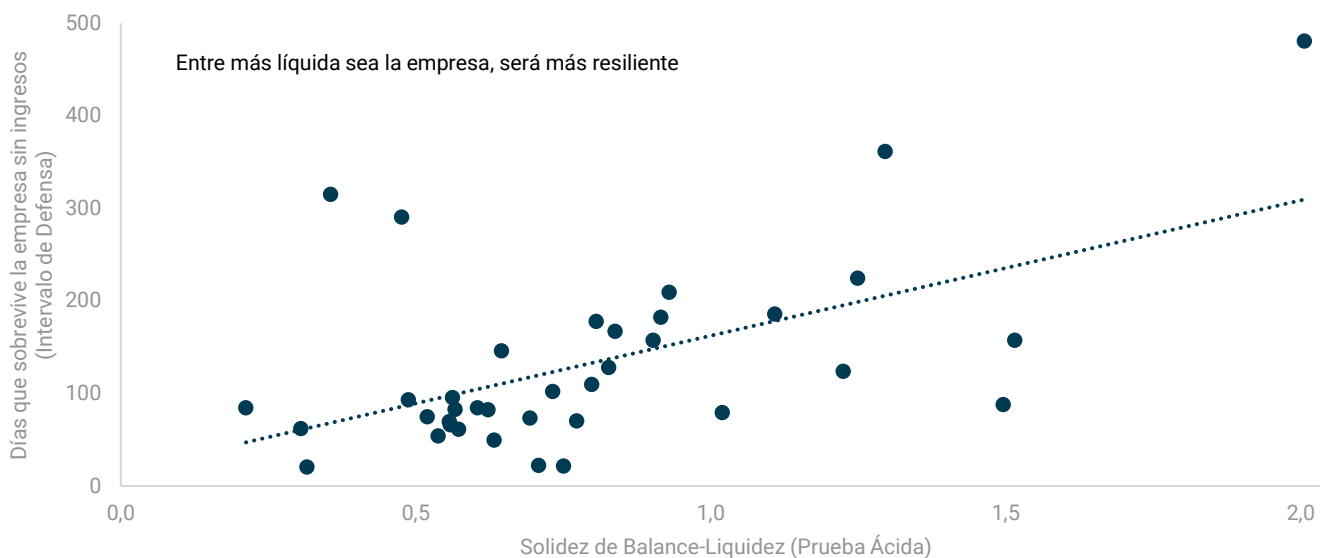
› *No existe un indicador perfecto de liquidez*

Aunque **en nuestro último informe** usamos dos indicadores de liquidez, el *Intervalo de Defensa* y la *Prueba Ácida*, la verdad es que existen otros como: la Razón Corriente, el Ciclo de Conversión de Efectivo o la Razón de Efectivo. Aunque generalmente la “liquidez” de una empresa se ve reflejada en todos estos indicadores, usar un indicador u otro puede dar respuestas distintas al interesado sobre la capacidad que tienen las empresas para salir adelante en medio de un escenario de estrés y honrar sus compromisos adquiridos. Como distintos actores usaron distintos indicadores para hacer sus afirmaciones, es normal que sus cifras no sean congruentes.

Nosotros decidimos usar el *Intervalo de Defensa* y la *Prueba Ácida*, que puede ver en la gráfica 1 debido a que pueden ser usados para simular situaciones difíciles y porque están altamente relacionados. En últimas, **ambas medidas buscan** entender si con los activos más líquidos una empresa está en capacidad de pagar sus obligaciones, pero ambos indicadores definen las obligaciones de forma diferente. Mientras que la *Prueba Ácida* se enfoca en pasivos corrientes (como cuentas por pagar), el *Intervalo de Defensa* entiende las obligaciones como las salidas de efectivo causadas por la operación normal de la compañía (como costos, o pago de deudas).

Para complejizar más las cosas, lo que se entiende como un activo líquido para una empresa, tal vez no lo sea para otra. Al final **todo depende** de la naturaleza de cada negocio y la forma en la que lleve sus operaciones diarias.

**Gráfica 1: Entre mayor sea la capacidad de una empresa de honrar sus compromisos de corto plazo usando sólo sus activos corrientes, más días podrá sobrevivir en un escenario en el que el flujo de ingresos se detiene**



Fuente: Capital IQ, Cálculos Corficolombiana. Se usan 37 empresas del sector real para estimar la relación entre solidez del balance y la resiliencia. Se usan empresas grandes del sector real debido a que pueden ser representativas de sus sectores y sus datos son altamente confiables

› *Si en tres segundos pasan cosas, en un mes de cuarentena...*

# 70%

de los negocios pequeños en Estados Unidos no tiene más de 2 meses de caja para sus gastos, según un estudio

## La situación

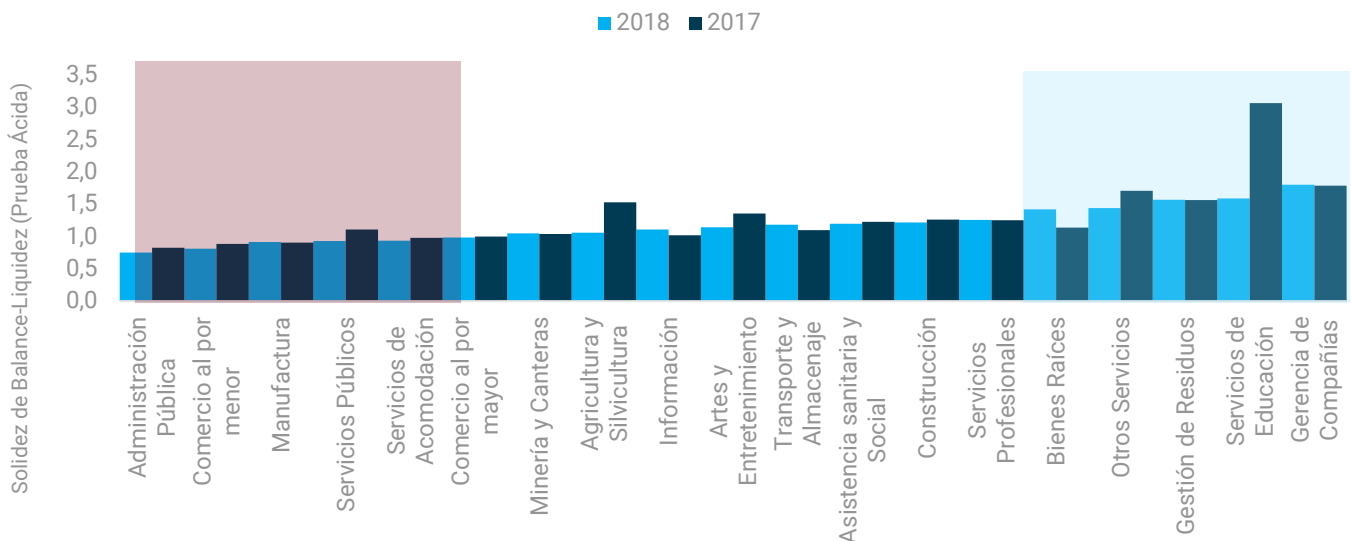
de liquidez de una empresa puede cambiar en poco tiempo. Información del año pasado no es útil ahora

Un problema adicional de la información basada en reportes contables es que no puede seguirle el paso a los eventos del día a día y volverse pública al mismo tiempo. Esto lleva a que los indicadores financieros **oculten la capacidad** de reacción de las empresas o efectos sobre las decisiones empresariales de la política pública.

Aunque en tiempos normales se puede creer que la información financiera es estable, persistente o quizá predecible, en medio de una crisis, el panorama de una compañía puede **cambiar en menos de 24 horas**, como lo atestiguaron varias empresas durante la crisis financiera del 2008. Por eso utilizar información que no esté actualizada puede llevar a conclusiones que no aplican para momentos excepcionales. Si queremos política acertadas, información en tiempo real, no solo reciente.

Aunque nosotros **utilizamos la información disponible** más reciente, cuando intentamos inferir qué sectores podían estar mejor preparados para la crisis, como puede consultar en la gráfica 2, solo pudimos encontrar información de 2018. Incluso los indicadores que usamos para estimar la resiliencia de las empresas más grandes tienen fecha de corte diciembre de 2019. En el peor de los casos, los trabajos que usan encuestas hechas a gran velocidad, como la llevada a cabo a mitades de marzo por los investigadores del NBER<sup>1</sup>, pueden entregar información que no sea actualizada.

**Gráfica 2: Entre 2017 y 2018 no varió de forma significativa el indicador de liquidez. Los sectores que se encuentran más a la derecha son los que potencialmente están más preparados para enfrentar la crisis**



Fuente: Emis, Cálculos Corficolombiana. Se usan 19 sectores de la economía colombiana.

<sup>1</sup> Los investigadores afirman en [su trabajo](#) que más del 70% de los negocios pequeños en Estados Unidos no podría cubrir más de dos meses de sus gastos usuales durante la emergencia del COVID-19

## Los bancos

*y buenos softwares contables pueden ser los que provean mejor información en tiempo real de la situación empresarial*

Por eso [informes](#) como el del JPMorgan Chase & Co. Institute --que sugería que la mitad de los negocios pequeños en Estados Unidos tenían lo suficiente en sus cuentas para pagar hasta 27 días de gastos “normales”--, brinda a gobiernos y gremios **estrategias para recolectar información en tiempo real**, sea a través de softwares de contabilidad o bancos y de esta manera proponer estrategias reactivas para enfrentar esta emergencia de forma más acertada.

Ante la falta de un único indicador que logre medir de manera perfecta la liquidez empresarial y la incapacidad actual de tener información en tiempo real que logre reflejar la realidad económica y estratégica de las empresas, no será claro cuánto tiempo aguantarán las empresas... **si acaso, lo saben los empresarios y sus bancos.**

- › *¿Es realmente mejor utilizar la información disponible a no utilizar nada?*

## Un mapa

*de la Bogotá del siglo XVII no sirve para orientarse hoy en la ciudad en caso de perderse*

Sabemos que tomar decisiones de política en este momento **no es nada fácil**. Cualquier decisión puede acarrear grandes costos en el futuro y no tomarla, puede traer costos aún más grandes en el presente. Por eso es indispensable que los responsables de la política pública cuenten con información pertinente para tomar decisiones sobre cómo, con qué montos y durante cuánto tiempo apoyarán a las empresas para que mantengan sus niveles de liquidez y no deban tomar decisiones dolorosas, como despedir a sus empleados.

Pero como dijimos antes, no hay información precisa en estos momentos que permita a las autoridades tomar decisiones bien informadas. Ante este escenario, algunos dirán que **es mejor utilizar la información disponible a no utilizar nada**. Pero esta lógica nos lleva a creer que utilizar un mapa de Bogotá del siglo XVII sirve para orientarse hoy en el norte de la ciudad, en caso de que uno se llegue a perder.

Por eso, aplaudimos los esfuerzos de los gremios y cámaras de comercio que a través de encuestas han buscado mejorar la calidad de la información y **aconsejamos al gobierno buscar de manera más proactiva información en tiempo real con el sector empresarial y financiero** para no solo crear indicadores de referencia comunes, sino también espacios de diálogo que permitan mirar la problemática desde distintos ángulos y encontrar soluciones novedosas. Además de construir la información, se requieren mesas de trabajo para discutirla y plantear soluciones novedosas.

Desde el área de finanzas corporativas estaremos atentos al desarrollo de los eventos y seguiremos produciendo informes enfocados en brindar herramientas de gestión de riesgo a las empresas para que entre todos logremos salir adelante.

## Equipo de Investigaciones Económicas

---

### Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

[jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:jose.lopez@corficolombiana.com)

## Macroeconomía y Mercados

---

### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

[julio.romero@corficolombiana.com](mailto:julio.romero@corficolombiana.com)

### Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

[ana.vera@corficolombiana.com](mailto:ana.vera@corficolombiana.com)

### María Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

[maria.contreras@corficolombiana.com](mailto:maria.contreras@corficolombiana.com)

### Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

[juan.pardo@corficolombiana.com](mailto:juan.pardo@corficolombiana.com)

### Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

### José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

[jose.mojica@corficolombiana.com](mailto:jose.mojica@corficolombiana.com)

### Nicolás Gálvez Acero

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

[nicolas.galvez@corficolombiana.com](mailto:nicolas.galvez@corficolombiana.com)

## Renta Variable

---

### Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

[andres.duarte@corficolombiana.com](mailto:andres.duarte@corficolombiana.com)

### Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

[roberto.paniagua@corficolombiana.com](mailto:roberto.paniagua@corficolombiana.com)

### Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

[daniel.duarte@corficolombiana.com](mailto:daniel.duarte@corficolombiana.com)

## Finanzas Corporativas

---

### Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

### Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

[sergio.consuegra@corficolombiana.com](mailto:sergio.consuegra@corficolombiana.com)

### Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

[daniel.espinosa@corficolombiana.com](mailto:daniel.espinosa@corficolombiana.com)

## ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

## CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

## INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.