CC BY NC

Estudio de la gestión del riesgo cambiario en los procesos de importación de los comerciantes del sector de El Hueco de la ciudad de Medellín

Study of exchange risk management in the import processes of merchants in the El Hueco sector of the city of Medellin

Sergio Johan Giraldo-Giraldo [a] & Eduardo Alexander Duque-Grisales [b]

[a] *Institución Universitaria ESUMER, Semillero en Finanzas, Medellín, Colombia, prove0426@gmail.com*
[b] *Institución Universitaria ESUMER, Grupo GIDE, Medellín, Colombia, eduardo.duque@esumer.edu.co*

Recibido: junio 04, 2020. Aceptado: noviembre 10, 2020.

Resumen

Actualmente, vivimos en un mundo cada vez más globalizado. Las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC´s) permiten que las empresas se muevan en un entorno más competitivo y por ello se requiere mejor planificación y alineación de sus metas y objetivos empresariales. Además, los hechos financieros internacionales cada vez afectan más los mercados locales, provocando fluctuaciones inesperadas en los tipos de cambio, variaciones en las tasas de interés o caídas en los índices bursátiles, lo cual tiene una incidencia relevante sobre el desempeño y el valor corporativo. Por esta razón, es indispensable que las empresas conozcan correctamente las herramientas disponibles en el mercado para cubrirse ante los cambios negativos del entorno y, al mismo tiempo, tomar decisiones acertadas de inversión y financiación. Este artículo se enfoca en el análisis de las estrategias de cobertura desarrolladas por los comerciantes del sector de "El Hueco" de Medellín en los procesos de importación. El análisis fue realizado con una muestra correspondiente a 12 comerciantes con mayores volúmenes de compra en el mercado exterior y con mayor trayectoria como importadores, por medio de dos secciones con entrevistas semiestructuradas y el desarrollo de una encuesta. En la primera sección, se logró detallar las principales variables y características como importadores; en la segunda sección se obtuvo información referente a la gestión de todos los riesgos inherentes a sus actividades comerciales. Los derivados financieros significan para estos agentes económicos los instrumentos óptimos para la gestión del riesgo cambiario, los cuales contribuyen a la estabilización de los flujos de efectivos en el rubro costos y se resalta la importancia de dichos instrumentos como generadores de valor corporativo.

***Palabras Clave*:** Riesgo cambiario, cobertura cambiaria, derivados financieros, procesos de importación.

Abstract

Today, we live in an increasingly globalized world. Information and communication technologies (ICTs) allow companies to move in a more competitive environment and therefore better planning and alignment of their business goals and objectives are required. In addition, international financial events increasingly affect local markets, causing unexpected fluctuations in exchange rates, variations in interest rates, or falls in stock market indices, which has a significant impact on performance and corporate value. For this reason, it is essential that companies correctly know the tools available in the market to cover themselves against negative changes in the environment and, at the same time, make sound investment and financing decisions. This article focuses on the analysis of the coverage strategies developed by the merchants of the sector of "El Hueco" of Medellín in the import processes. The analysis was carried out with a sample corresponding to 12 merchants with higher purchase volumes in the foreign market and with more experience as importers, through two sections with semi-structured interviews and the development of a survey. In the first section, it was possible to detail the main variables and characteristics of importers. In the second section, information was obtained regarding the management of all the risks inherent in its commercial activities. Financial derivatives mean for these economic agents the optimal instruments for managing foreign exchange risk, which contribute to the stabilization of cash flows in the cost item, and the importance of these instruments as generators of corporate value is highlighted.

***Keywords*:** Exchange rate risk, currency risk hedging, financial derivate, import processes.

1 INTRODUCCIÓN

El sector comercial de "El Hueco" en Medellín, o Guayaquil, como también se le conoce a este sector de la ciudad conformado por 23 manzanas en las que se entremezcla el comercio formal con el informal, es, según Jiménez Morales [1], el millonario ombligo comercial de Medellín. Por largos años, estos comerciantes han

Citar como:
S. Giraldo-Giraldo, E. Duque. "Estudio de la gestión del riesgo cambiario en los procesos de importación de los comerciantes del sector de El Hueco de la ciudad de Medellín" Revista CINTEX, Vol. 25(1), pp. 40-53. 2020.

desarrollado su proceso de comercialización y administración de los negocios a través de métodos empíricos; factor característico por su bajo nivel de formación académica. Sin embargo, la presión de un consumidor más exigente, el aumento de competidores, la necesidad de obtener beneficios económicos y principalmente, los procesos de globalización, los han obligado a actuar, no solo en el panorama nacional, sino también asistir a los mercados internacionales, tales como Panamá y China, donde consiguen grandes ventajas competitivas por la diversidad de mercancía y su bajo costo.

Los procesos de apertura económica y globalización, que han eliminado las fronteras temporales-espaciales, conllevan a que en el desarrollo de las relaciones comerciales internacionales los agentes económicos tengan una mayor exposición a las decisiones y hechos que se generan en otras economías, puesto que los mercados se hacen interdependientes. Inclusive, la globalización financiera ha sido más rápida que la comercial y productiva, y se puede argumentar, con razón, que vivimos en la era de hegemonía de lo financiero sobre lo real [2], [3]. La exposición en ese contexto internacional genera que los activos financieros adquieran mayores niveles de riesgo, debido al comportamiento volátil de las variables macroeconómicas; variables que inciden en el movimiento de los mercados y sobre las cuales los comerciantes carecen de toda autonomía; esto sumado al factor imperante de la especulación [4].

Una de estas variables es sin duda el tipo de cambio. En el ámbito de los comerciantes importadores, la devaluación del peso colombiano frente al dólar es su inminente adversidad, con incidencia directa en los resultados económicos; es que el desarrollo financiero mundial ha creado oportunidades de financiamiento y de cobertura de riesgos, pero también ha dejado en evidencia los inmensos problemas que provoca la asimetría entre las fuerzas dinámicas del mercado y la debilidad de los mercados institucionales que lo regulan [5]. Es así como la devaluación no sólo incrementa el costo de la mercancía, sacrificando niveles de rentabilidad, sino también el incremento de los costes financieros para quienes adquieren deuda en moneda extranjera. Es gracias a la incertidumbre y riesgo presentes en los mercados, generados por las fluctuaciones de las múltiples variables económicas, que se originan la existencia del mercado de futuros.

El riesgo cambiario se genera cuando en un país se cuenta con un régimen de tasa de cambio flexible como en Colombia, en el cual el dólar fluctúa libremente ya que el valor en moneda local de los activos y pasivos en moneda extranjera que poseen los diferentes agentes del mercado cambiario, se ven directamente afectados por la variación en la cotización de la moneda extranjera [6].De esta manera, el precio del dólar con respecto al peso colombiano, es determinado principalmente por las fuerzas del mercado, es decir por la oferta y la demanda de la divisa [7]. Esto implica que las empresas expuestas a este tipo de riesgo cambiario lo administren adecuadamente de manera que puedan determinar o cuantificar el riesgo al que están expuestas y tomar las medidas necesarias para minimizarlo o llevarlo a un nivel que la organización considere razonable o que no afecte la viabilidad y rentabilidad de esta [8].

Los derivados financieros se convierten en instrumentos trascendentales para la cobertura del riesgo cambiario, connaturalmente en economías emergentes como Colombia, donde la moneda nacional tiene menor poder frente a monedas extranjeras como el dólar, y donde, como lo manifiestan Ffrench-Davis y Ocampo [2], los países en desarrollo enfrentan una peligrosa globalización de la volatilidad financiera, que puede tener efectos negativos en términos de crecimiento económica y equidad. Por ello, la operación de derivados se consolida como estrategia óptima para la estabilización de flujos de efectivo y la generación de valor en las compañías, a través de la gestión en los costos, por los hechos económicos donde está implícito el uso de divisas. En adición, el uso de este tipo de contratos contribuye a la consolidación de un mercado financiero colombiano más perfecto, profundo y atractivo, no sólo para la inversión nacional, sino también extranjera.

Desde el desarrollo de esta investigación se pretender dar a conocer y proponer otras estrategias para la administración del riesgo cambiario, que afecta intrínsecamente los procesos de negociación; estructura operativa, financiera, y competitividad de los comerciantes de este sector de la ciudad de Medellín. Esto también evidencia como desde la academia se puede intervenir la realidad hallando alternativas y planteando mejores métodos; originar mayores grados de intervención en agentes económicos como estos, que gestionan su objeto social desde procesos empíricos.

2 MARCO TEÓRICO

Los autores Ffrench-Davis y Ocampo, en estudio realizado para la CEPAL [2], determinan que la coexistencia de la globalización financiera y de políticas macroeconómicas nacionales, que siguen formulándose en función de intereses y contextos internos, crea no pocas tensiones para los países en desarrollo. Sus gobiernos están sujetos a la incertidumbre que generan las políticas macroeconómicas adoptadas por los países desarrollados, que no internalizan adecuadamente sus efectos sobre el resto del mundo y carecen de mecanismos de coordinación para garantizar su coherencia global. A ello se suman los problemas propios del mercado financiero en especial la volatilidad y fenómenos de contagio, que han afectado duramente los países de América Latina y el Caribe en los últimos decenios; y en coherencia con esta línea de pensamiento, el consenso es que los choques

de los términos de intercambio son una fuente importante de los choques al crecimiento de los mercados de los países emergentes [9], [10].

Ante la hegemonía de la globalización financiera, en la liberalización de las transacciones económicas y flujos de capital internacionales, diversos autores han estudiado el uso de derivados financieros como instrumentos de cobertura a nivel empresarial. Algunos autores cuestionan la utilidad de las coberturas fundamentada básicamente por los principios y supuestos de Modigliani y Miller [11]. Dichos autores mostraron que, en ausencia de imperfecciones de mercado, el valor de la empresa y las decisiones financieras no estaban relacionadas, porque los inversionistas se encuentran protegidos del riesgo al tener portafolios diversificados. Siguiendo estos estudios, otros autores como Baron [12] y MacMinn [13] demostraron que por sí mismos, los contratos a plazo (forwards) no pueden alterar el valor de mercado de las empresas.

Por otra parte, otros estudios [14]–[18] han mostrado que en las situaciones de imperfección del mercado las coberturas aumentan el valor de la organización. Estas investigaciones demuestran que mediante la cobertura se crea valor en la empresa porque disminuye la asimetría en la información y los problemas de subinversión. Es claro que al cubrirse una empresa se genera un ambiente de confianza que permite disminuir los problemas de selección adversa y los costos de transacción, ya que los agentes involucrados en el proceso cuentan con más información del mercado y de la operación en sí, logrando de esta manera disminuir la volatilidad en los flujos futuros esperados por los accionistas y, por ende, la maximización de su riqueza.

También se han realizado estudios que han tratado de analizar los factores asociados con la probabilidad que las empresas se cubran del riesgo cambiario; por ejemplo, Géczy, Minton y Schrand [19] mostraron que, empresas con grandes oportunidades de crecimiento, pero con poca accesibilidad a la financiación interna o externa, tienen mayor probabilidad de que usen derivados como mecanismos para reducir los costes de subinversión ya que el uso de derivados está positivamente relacionado con el tamaño de la empresa y el nivel de exposición de la cobertura. Por su parte, Bartram, Brown, y Minton [20] analizaron una muestra de 1150 grandes empresas manufactureras de 16 países y encontraron que la gestión del riesgo financiero redujo entre el 37% y el 43% la exposición a la tasa de cambio, en relación con una empresa que no mitigó su exposición. Estos estudios dan muestra de la importancia de la cobertura en los tipos de cambio y que debe ser una operación común por empresas que están involucradas con el comercio exterior, pues una de las preocupaciones constantes de los directivos es la volatilidad en los tipos de cambio, lo cual puede representar pérdidas adicionales a la compañía si no se protegen ante estas fluctuaciones del mercado.

Para el caso de América Latina, diversos estudios han mostrado el uso de instrumentos derivados para el manejo del riesgo de tipo de cambio. En [21] examinaron los determinantes del uso de derivados de tipo de cambio y su impacto sobre las decisiones de inversión de las empresas chilenas y afirman que el uso de derivados cambiarios permite a las empresas blindar las decisiones de inversión de los choques cambiarios al reducir los descalces cambiarios en sus balances. Schiozer y Saito [22] investigaron los determinantes del uso de derivados para 74 empresas no financieras de Argentina, Brasil, Chile y México que han emitido acciones en los mercados internacionales y encontraron que los instrumentos son utilizados exclusivamente para cubrir la deuda en moneda extranjera. También hallaron que en la decisión de cobertura las empresas tienen en cuenta aspectos como las economías de escala, los costos de stress financiero y las oportunidades de crecimiento. Es importante mencionar que en las economías emergentes como las de América Latina es muy común la preocupación por los tipos de cambio, debido a la dependencia con los mercados internacionales, ya que muchos de estos países basan su economía en la exportación e importación de materias primas, muy susceptibles a los cambios en las variables macroeconómicas internacionales [23]. Estos estudios muestran la importancia de la cobertura en los tipos de cambio, con el fin de que las empresas obtengan protección de sus flujos de caja y de esta manera se reduzcan los costos de deuda.

Aunque en Colombia el mercado de derivados es incipiente, se tienen estudios que aportan validez a la generación de valor por parte del uso de derivados en las empresas [24]. En este sentido, se han elaborado estudios que muestran que la utilización de estos instrumentos ha estado orientada a mitigar el riesgo cambiario [5]. Sierra y Londoño [25] expusieron que el uso de derivados es particularmente importante en la gestión del riesgo, lo cual influye directamente en el patrimonio de las organizaciones y en su potencial de generación de valor. Por su parte, en [26] realizaron un estudio en 8 empresas no financieras que cotizan en el mercado de valores colombiano para un periodo entre marzo de 1995 a diciembre de 2008; ellos encontraron que el crecimiento del valor de mercado de las empresas depende significativamente del tamaño de esta y de la exposición de la cobertura. Aunque estos estudios presentan evidencia del uso de derivados por parte de las empresas colombianas, especialmente en productos como Forward, todavía existe un alto número de empresas que no realizan coberturas y quedan expuestas ante variaciones de variables como el tipo de cambio o tasas de interés.

3 METODOLOGÍA

La recolección de datos de esta investigación se realizó a partir de entrevistas semiestructuradas a 32 comerciantes importadores de productos de cacharrería del sector de El Hueco de Medellín. Las entrevistas fueron individuales y antes de su realización se elaboró un cuestionario que sirvió de guía para su desarrollo y que facilitó la obtención de la información que se buscaba. Los datos analizados corresponden al período del año 2018.

Las entrevistas se estructuraron con el fin de conocer las experiencias de las personas interrogadas en sus procesos de importación de productos, especialmente desde China. En particular, con las entrevistas se buscó identificar los principales obstáculos y errores, así como los aciertos y las buenas prácticas implementadas por los entrevistados, según la trayectoria de cada uno de ellos en sus procesos de importación de productos desde el exterior.

La entrevista se estructuró en tres partes: experiencia importadora, modo de operación, Negociación Con Proveedores Extranjeros.

4 RESULTADOS

Una vez realizadas las entrevistas se procedió a efectuar la tabulación de la respuesta de cada pregunta y su posterior análisis. En la primera parte de la entrevista se aplicó un cuestionario para conocer su experiencia importadora.

Sólo el 17% de los comerciantes, todos ellos con trayectoria mayor a 3 años en actividad económica, realiza importaciones mayores a 30.000USD. El 83% realiza importaciones por valores entre 15.000 USD y 30.000 USD. Aunque la globalización registra sus antecedentes en Colombia con los procesos de apertura económica a finales de 1985, a través de la implementación de políticas como las reducciones arancelarias, en realidad el mayor auge de esta se debe a gracias a la revolución de la comunicación y la tecnología, la cual permitió la eliminación de las fronteras temporales y espaciales. En el caso de los comerciantes ello permitió la constitución de las relaciones comerciales internacionales, en los mercados de Panamá y China, desligándose de los protocolos ortodoxos como la presencialidad para los procesos de negociación. Este último hecho incrementó el número de comerciantes importadores, que en los finales de los 90´s y en la década del 2000 era muy limitado, así como los volúmenes y la periodicidad de las importaciones consolidando así un mercado muy competitivo.

El valor de importación está definido en la periodicidad, es decir, corresponde a valor de compra realizado cada periodo de tiempo (mensual, trimestral), pero que expresado en términos anuales expresa un alto flujo de inversión anual. Esto privilegia al uso de los derivados financieros, donde la gestión del riesgo cambiario concede ventajas competitivas al estabilizar o reducir los flujos de las erogaciones de costos.

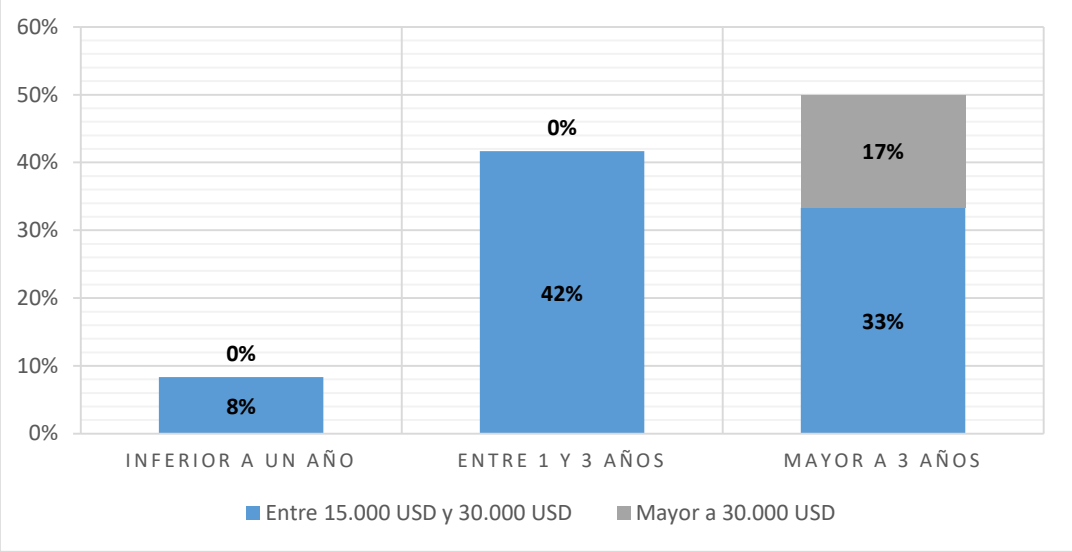

Figura 1. Antigüedad actividad económica vs valor importaciones.

El 58.33% de los procesos de importación tiene una duración mayor a los 2 meses y el 41.67% menor a este periodo de tiempo. En la década del 2000 los procesos tomaban un mayor periodo de tiempo, sin embargo, la volatilidad de los mercados era menor; ahora el proceso se da en rápidos lapsos y la volatilidad es mayor. Sin

duda alguna una causa natural de la globalización que ha hecho a los mercados interdependientes, donde los mercados descuentan e incluso se anticipan a los fenómenos económicos.

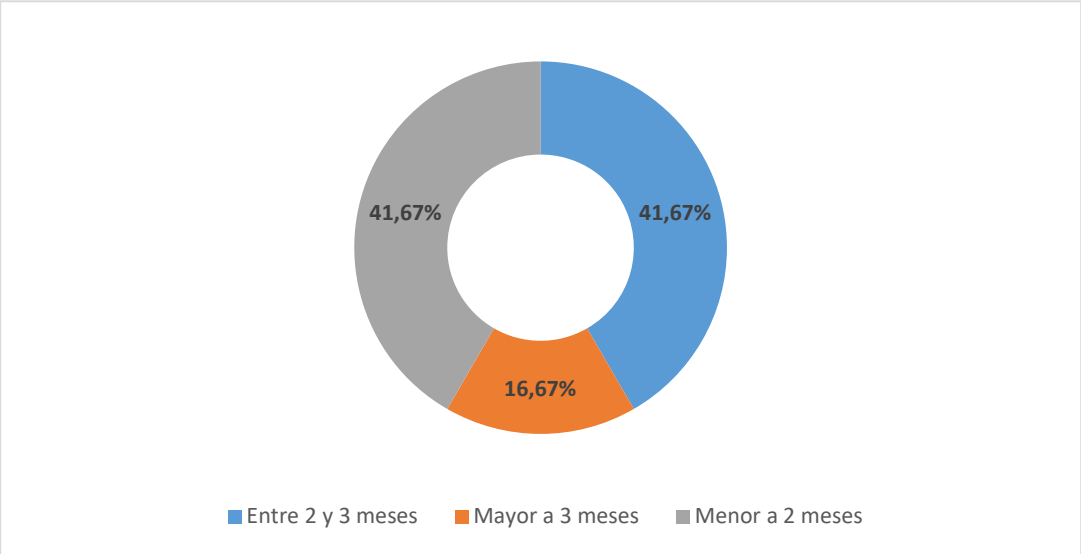

Figura 2. Duración proceso de importación.

Sólo un 25% de los comerciantes realiza compra anticipada de las divisas; el otro porcentaje, 75%, efectúa compra de divisas en la misma fecha de pago importaciones. Mayor porcentaje de los comerciantes ni siquiera aplican una estrategia de diversificación del riesgo a través de periodos de tiempo; concentran el riesgo cambiario en una misma transacción. La minoría que realiza compra anticipada característicamente refleja una mejor administración de su liquidez.

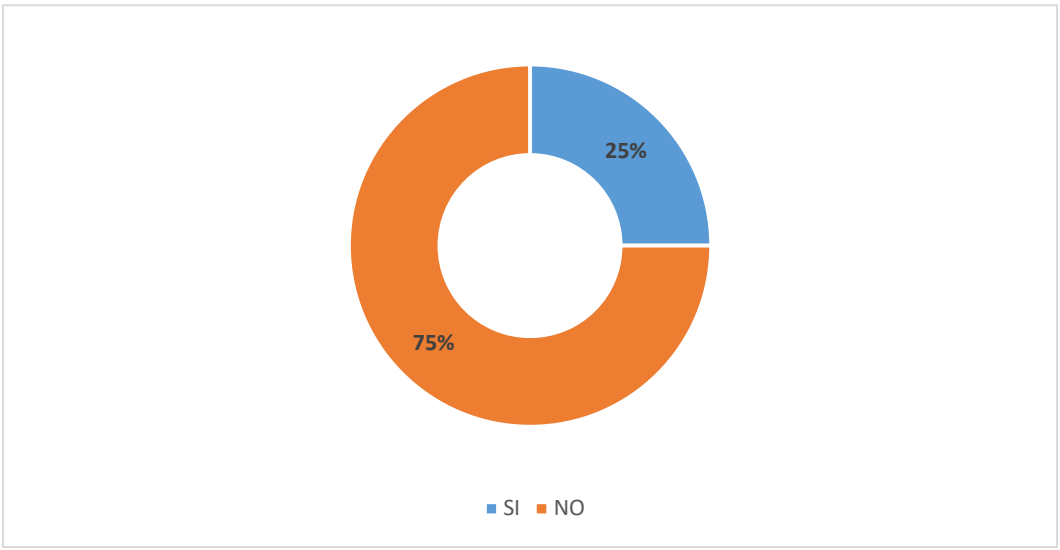

Figura 3. Compra de divisas previo proceso importación.

El mayor número de importaciones, independiente del tipo de producto que se comercializa, se efectúa durante los meses de enero, marzo, septiembre, octubre, noviembre. El 75% de los encuestados realiza procesos de importación durante el mes de marzo; el 67% en septiembre; 58% en octubre y noviembre. Sin embargo, mayor volumen de importaciones corresponde a estos últimos periodos, donde se adquiere el nivel de inventario suficiente para mantener capacidad de oferta temporada decembrina, periodo en el que por adopción cultural y ya como costumbre siempre estará presente un alza significativa de los niveles de consumo; durante este sólo periodo de diciembre el nivel de ventas en el sector del comercio equivale al triple de las ventas reportadas en un mes con demanda normal.

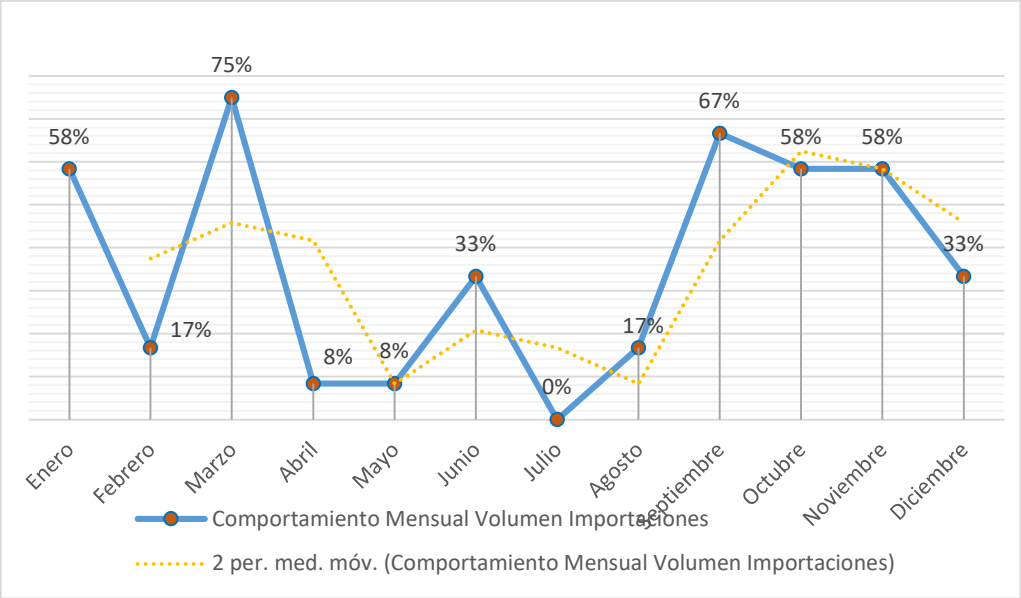

Figura 4. Comportamiento mensual volumen importaciones

La figura 5 muestra que los artículos con mayor frecuencia de importación corresponden a prendas de vestir; son bienes que exigen una mayor rotación debido a que su demanda está afectada directamente por patrones de comportamiento de los consumidores en constante cambio: modas o tendencias. En segundo lugar, se encuentra el calzado, que comparte la misma característica de mercado. Sin embargo, se refleja que el 83% de los comerciantes realiza importaciones en corto lapso, igual o inferior, a una periodicidad trimestral. Los comerciantes de prendas de vestir y calzado acudían inicialmente al mercado panameño para su importación, pero debido a las crisis diplomáticas entre las dos naciones, Colombia y Panamá, debieron emigrar obligatoriamente al mercado chino; el incremento significativo de los impuestos arancelarios produce un gran impacto en el coste, lo que no permite ser competitivo desde la perspectiva precio en un mercado con tantos ofertantes como lo es el sector de El Hueco De Medellín. Esta sola situación, cambio de mercado, determinó realizar una reingeniería de sus procesos de importación y administración del capital de trabajo. Significa realizar mayor grado de inversión para la compra de volúmenes, con el objeto de reducir los costes fijos y mantener buen stock de inventarios para satisfacer demanda.

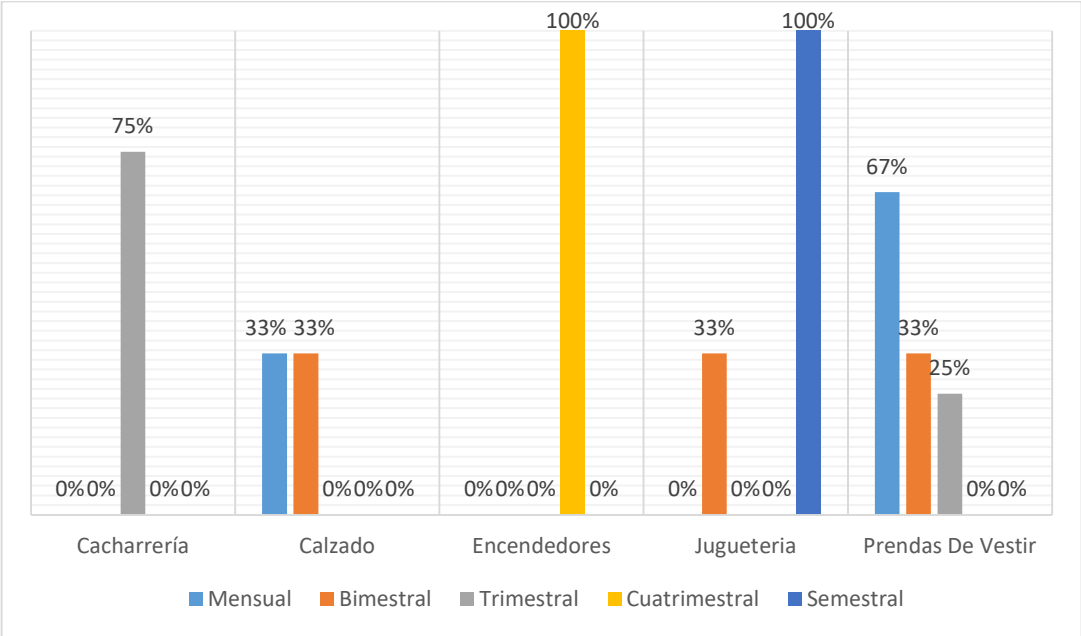

Figura 5. Tipo de producto vs periodicidad proceso importación.

El 92% declara que su principal fuente de financiación son los recursos propios. Mercados como el de China exigen realización pago de mercancía de contado y no exige flexibilidad de crédito con estos proveedores; del total de encuestados el 67% acude al mercado chino. El mercado de Estados Unidos y europeo es utilizado sólo para la importación de prendas de vestir y calzado, productos asociado a la moda y tendencia, donde puede encontrarse mayor exclusividad y diseño. Mientras tanto la compra en mercado chino obedece a altos volúmenes y bajo márgenes de costos.

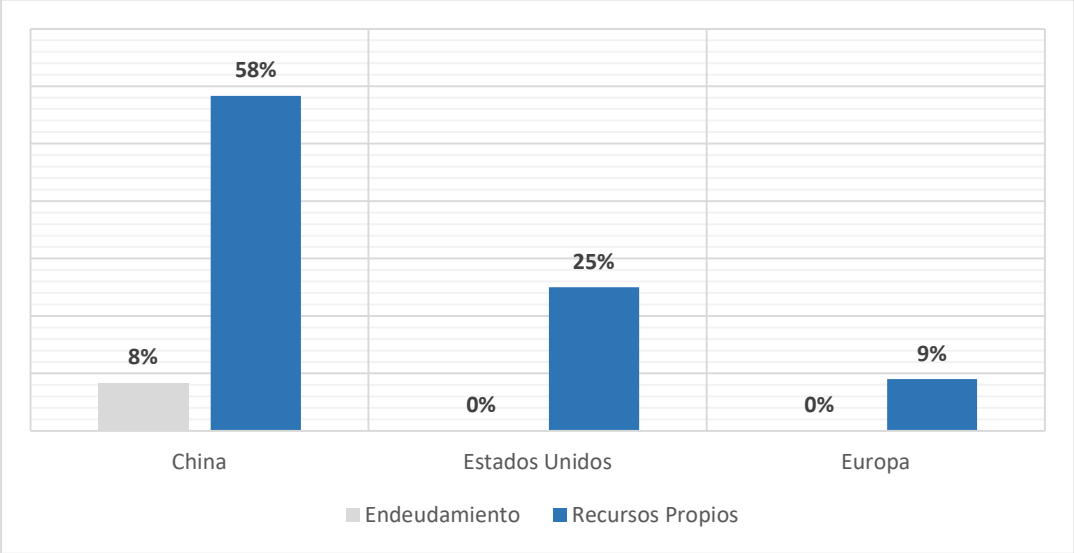

Figura 6. Mercado de importación vs fuente de financiación.

El 92% de los comerciantes mantienen una posición fuerte de liquidez: En su estructura de financiamiento un porcentaje igual y mayor del 50% de los recursos para la inversión provienen de fuentes propias. Aunque el 8% sigue evidenciando una buena posición: porcentaje de endeudamiento 60% y recursos propios del 40%. En este sentido, los comerciantes ejecutan buena gestión de tesorería, puesto que son eficaces en la adquisición de los recursos para las erogaciones de importaciones. Pero aun manteniendo un buen grado de apalancamiento con sus recursos propios, sólo un 25% efectúa compra anticipada de divisas.

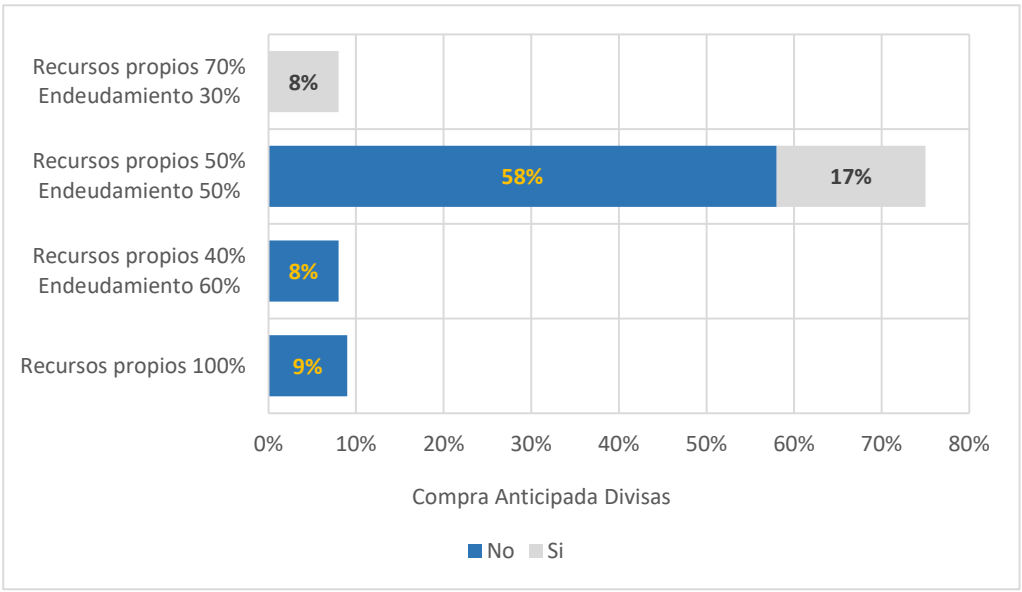

Figura 7. Fuente de financiación vs compra anticipada de divisas.

No existen estrategias que contemplen los horizontes de tiempo para la compra de divisas, como la compra escalonada, en diferentes fracciones de valor y diferentes periodos de tiempo, sino que el riesgo es asumido 100%. Los comerciantes realizan el pago de las importaciones con el precio spot de la divisa, es decir, con el precio de cotización que existe en el mercado en el mismo instante de la erogación. Esa falta de gestión del riesgo cambiario se vuelca en una realidad insoslayable: los costos descubiertos, los cuales tienen repercusión negativa en la liquidez y los beneficios económicos de la unidad de negocio. El estudio demuestra que, con los altos niveles de apalancamiento, estos agentes económicos ya poseen ventajas en la gestión de tesorería para implementar las políticas y acciones para de gestión del riesgo cambiario.

Sólo un 25% de todos los comerciantes realiza operaciones de endeudamiento extranjero. En su mayoría adquieren endeudamiento a través de las entidades financieras nacionales en moneda doméstica. Esta situación es un factor determinado por el mismo mercado donde acuden, donde se exigen efectuar pagos de contado, puesto que proveedores no otorgan financiación.

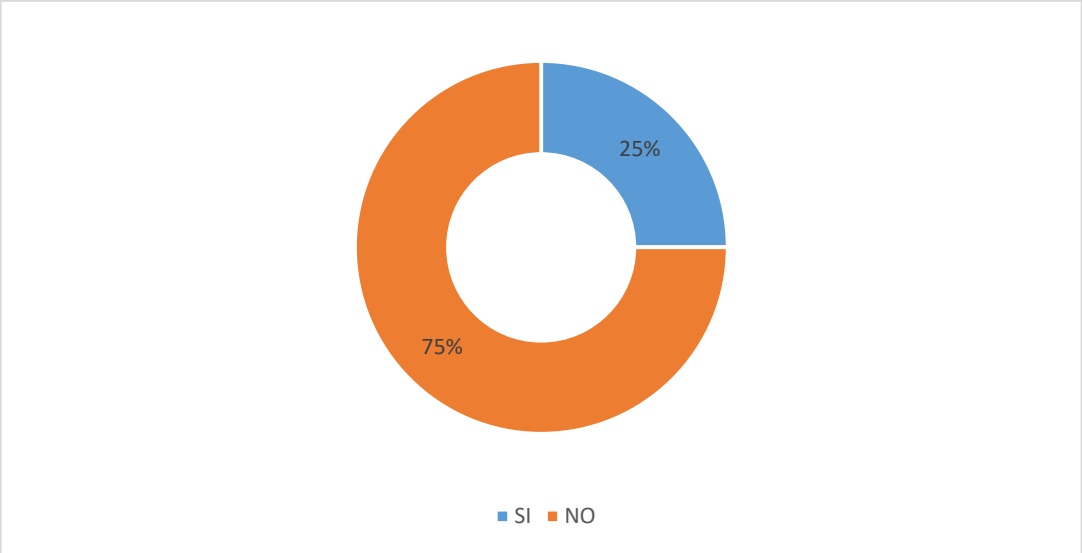

Figura 8. Fuente de financiación vs endeudamiento moneda extranjera.

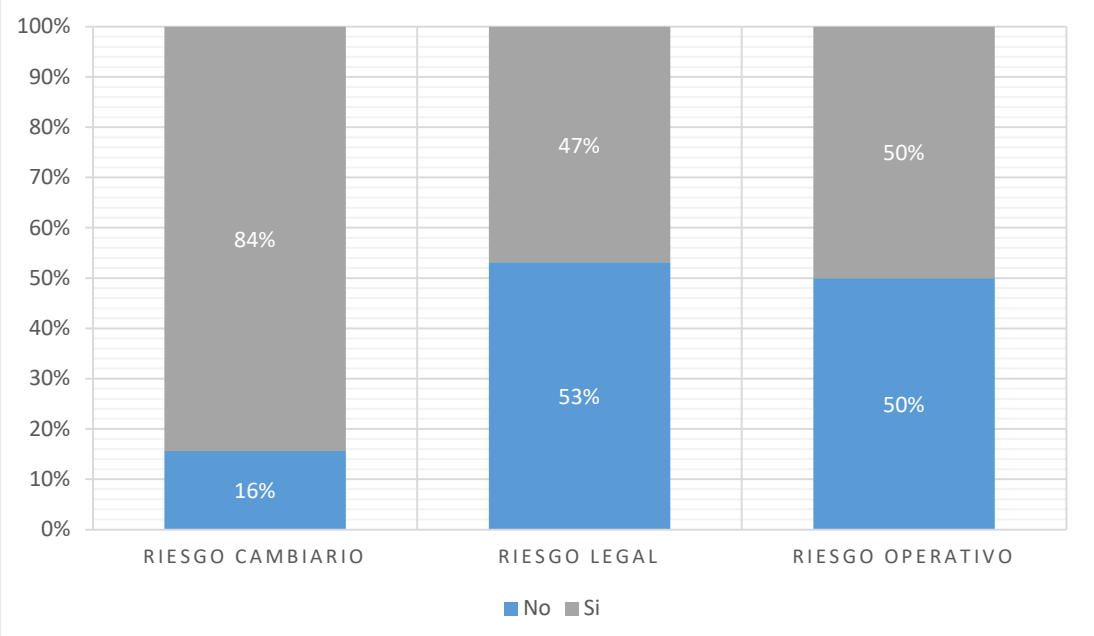

Figura 9. Riesgos actividad comercial e importación

En estudio de las perspectivas económicas, realizadas por el FMI [27] se afirma que las fuertes depreciaciones afectan principalmente a las empresas altamente apalancadas. Para el caso del objeto de estudio su mayor exposición al riesgo cambiario no se presenta desde el pasivo, sino desde los costos.

De los 3 tipos de riesgos (riesgo cambiario, riesgo legal, riesgo operativo) a los que se encuentra expuesto la actividad económica de estos comerciantes importadores, el mayor riesgo perceptible para ellos es el riesgo cambiario; 84% de los encuestados afirmaron su existencia. Respecto a los otros dos riesgos descritos (riesgo legal-riesgo operativo) existe una mayor disyuntiva.

Aunque el mayor consenso evidencia la consciencia sobre el riesgo cambiario (depreciación del peso colombiano respecto al dólar) no existen estrategias para su gestión, ni siquiera procesos de cobertura natural (activos y pasivos que se compensen entre sí, dentro de su balance, por variaciones de la cotización divisa).

4.1 "El Colchón"

Es la operación más común entre los comerciantes del sector "El Hueco".

Modus Operandi

1. Comerciante identifica los principales rubros de costos y gastos en los procesos de importación: Mercancía, fletes, viáticos.
2. Asociado cuantifica inicialmente el valor total de cada uno de los rubros con el precio de cotización actual del tipo de cambio dólar peso
3. Asociado establece un margen superior de valor de los rubros y costos procesos de importación, a través del establecimiento de un tipo de cambio dólar/peso mayor al valor actual, por lo general realiza un incremento de $200.
4. Una vez cuantificado valor total con mayor valor moneda extranjera en términos de moneda doméstica efectúa la asignación de costo unitario, que consiste en el valor total proceso importación dividido entre el total de prendas o artículos adquiridos.

Esta operación consiste sólo en una estrategia de constitución margen rentabilidad y por mismas características de mercado, donde existe alta oferta y nivel de competitividad vía precio, ese margen debe ceñirse a la realidad económica del sector:

Un alto margen significa en un alto precio de venta, lo que consecuentemente generara un menor nivel de demanda. Un bajísimo margen también contrae problemáticas: obliga a "quebrar precio en el mercado". Una de las características de este mercado es que posee un alto grado de conocimiento de sus participantes oferentes, por las estrechas relaciones que mantienen en sus negocios, y siempre están atentos a este tipo de anomalías.

Esta estrategia ha sido construida y heredada desde hace varios años; este mercado siempre genera estrategias desde la propia experiencia y bajo conocimientos empíricos, uno de los principales elementos que argumenta el no conocimiento y utilización de instrumentos financieros como los derivados.

4.2 Caso de estudio

Esta estrategia se fundamenta en el precio de negociación con el proveedor extranjero, donde se pacta mantener el mismo precio de venta, ante un eventual alto grado de devaluación en el peso colombiano frente al dólar estadounidense o cualquier otra divisa, a cambio de un incremento en los volúmenes de compra. Dentro del estudio en [28], este tipo de métodos para administrar riesgo, a través de financiamiento proveedores y clientes, se cataloga como una de las principales razones para el no uso de instrumentos derivados. Sin embargo, ante la persistencia de las tensiones económicas y financieras que genera la depreciación de la moneda doméstica, es imprescindible la utilización de instrumentos de cobertura para limitar los riesgos sistémicos y asociados; la volatilidad propicia el desarrollo de los instrumentos de cobertura [29].

El 100% de los comerciantes, objeto de estudio, son consciente de la implicación del riesgo cambiario en el desarrollo de sus operaciones comerciales, y en el rubro donde perciben la mayor afectación de la volatilidad es en los costos; en segundo lugar, en los ingresos. En el estudio de Perspectivas Económicas 2016 [27], el Fondo Monetario Internacional describe que los fundamentos de las empresas-capitalización, liquidez, apalancamiento y rentabilidad se deterioran ante la volatilidad del tipo de cambio, en especial estos dos últimos: alza del grado de apalancamiento y variación negativa de la rentabilidad. Específicamente, Caglayan y Demir [30] identifican cuatro canales a través de los cuales la incertidumbre de la tasa de cambio podría afectar a las firmas: i) alterando los costos relativos de producción; ii) reduciendo la disponibilidad de crédito del sistema bancario; iii) causando un efecto de hoja de balance negativo; y iv) a través de su interacción con otras variables claves, que podrían magnificar su efecto.

Según el estudio Perspectivas Económicas: Las Américas, administrando transiciones y riesgos [27], el riesgo para las empresas de América Latina ha venido aumentando durante los años de 2014 y 2015, sin embargo no es un episodio distinto de los otros padecidos en años anteriores, como la crisis financiera del 2008-2009 y ni siquiera del 2011, año en que el mayor porcentaje de las materias primas alcanzaron máximos niveles de cotización, dado que ello también generó la heterogeneidad en la evolución de los riesgos.

En la figura 10 se presenta el comportamiento de la TRM para la serie 2007-2017. Entendiéndose la tasa de tipo de cambio como una variable aleatoria, cuyo comportamiento sigue una distribución normal. Se utiliza la media simple y la desviación estándar de la cotización mensual. La desviación estándar como aproximación a la medida de volatilidad; puesto que permite medir las desviaciones o dispersiones respecto de la cotización promedio de la TRM.

La Tasa Representativa del Mercado (TRM) es la cantidad de pesos colombianos por un dólar de los Estados Unidos. Es un indicador que revela el nivel diario de la tasa de cambio oficial en el mercado spot de divisas. Es el promedio aritmético de las tasas promedio ponderadas de compra y venta de divisas de las operaciones interbancarias y de transferencia desarrolladas por los operadores del mercado cambiario autorizado. A partir del 01 de noviembre de 2016 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.

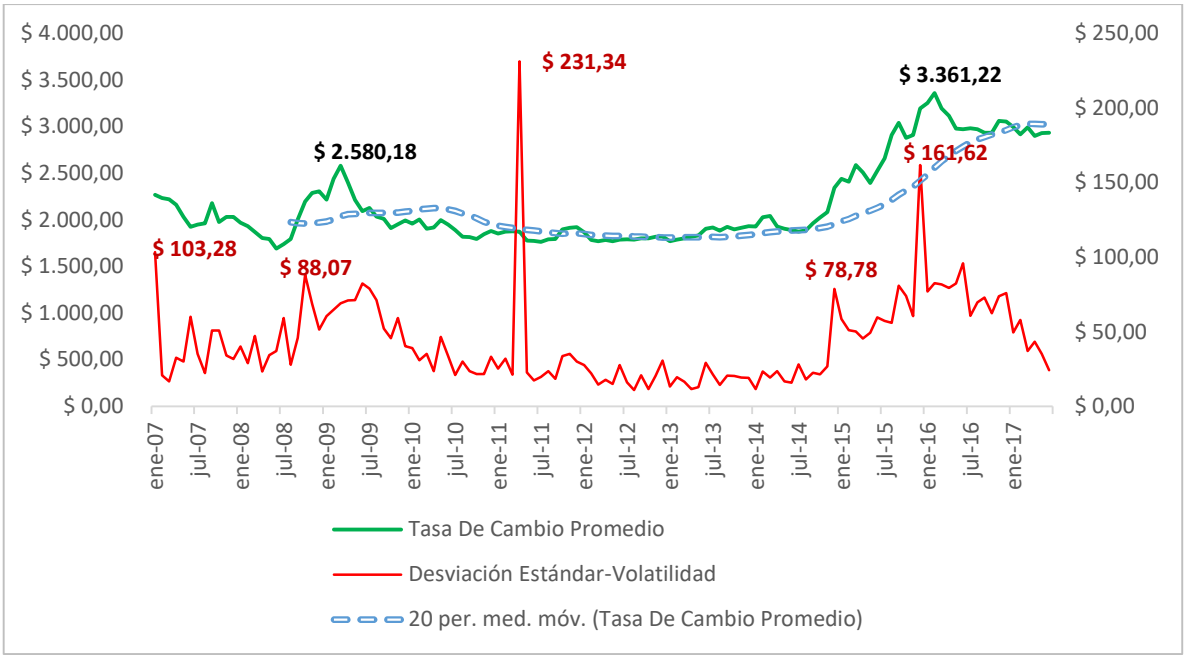

Figura 10. Colombia-Comportamiento TRM 2007-2017.Elaboración propia con datos reportados por el Banco de la República de Colombia.

En la figura 10 se evidencia una relación entre los periodos de mayor volatilidad, mayor valor de la desviación estándar, con los periodos de mayor incremento de la tasa de cambio, periodos de devaluación del peso colombiano. Arbeláez y Steiner en su trabajo *"Volatilidad cambiaria en Colombia: cuantificación y determinantes"* [31] analizaron la relación de estos patrones a través de la estimación de una regresión lineal con series mensuales. Usaron como variable dependiente la volatilidad y como variable regresora una dummy que toma el valor de 1 para periodos de devaluación y 0 para periodos de revaluación. El resultado de la prueba de hipótesis concluyó que el modelo era estadísticamente significativo, y esta relación se satisfacía.

En la investigación realizada por Lega et al [32] refieren que la volatilidad de Colombia es mayor en periodos de devaluación que en los de revaluación. Además, que el ciclo de la tasa de cambio en Colombia está caracterizado por mayor amplitud que en otros países y con un periodo superior, lo que se traduce en una mayor persistencia en términos de nivel. Estas investigaciones académicas son otros inminentes argumentos para justificar la importancia de la cobertura cambiaria para estos comerciantes importadores.

La razón principal por la que no existe una aplicación de estos instrumentos financieros es porque tácitamente se desconoce la misma existencia de estos. En el diseño de la encuesta se generaron otras múltiples opciones para respuesta, aunque, en el desarrollo de esta directamente con el encuestado se apreció que las otras posibles respuestas otorgadas eran derivadas desde su grado de desconocimiento. En la ejecución de la encuesta, la

muestra estudiada demostró un alto grado de interés por adquirir el conocimiento sobre estos instrumentos y su aplicación. En la figura 11 se presentan las explicaciones a las que hacen referencia los comerciantes por el no uso de derivados financieros.

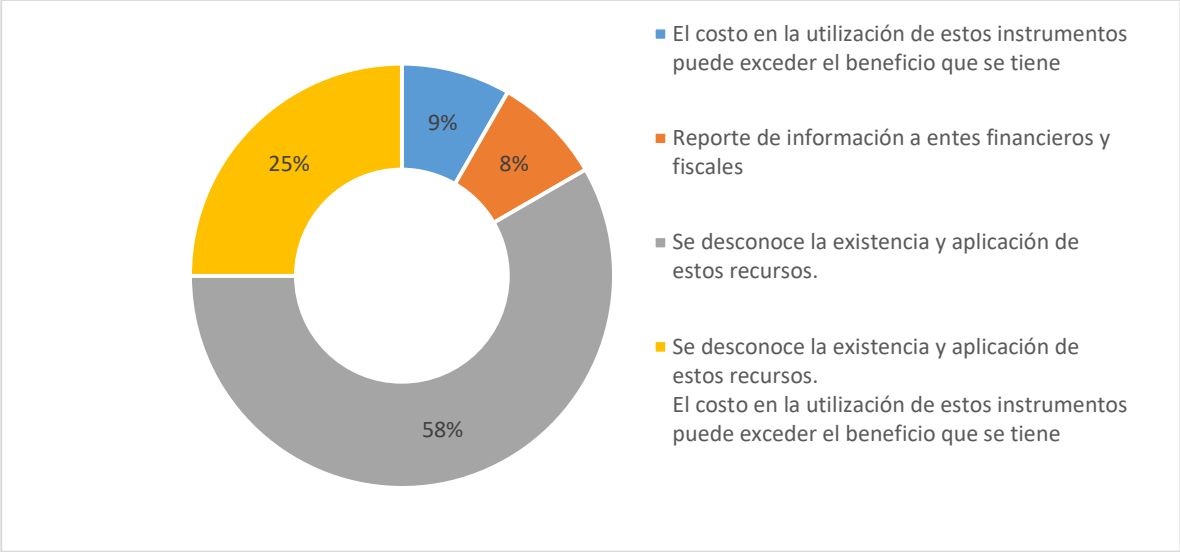

Figura 11. Explicaciones del no uso de derivados financieros.

En un estudio realizado en Uruguay [33] también se argumentó que la principal razón para no uso de derivados financieros fue un alto grado de desconocimiento; mientras tanto en el proyecto de investigación de Buscio, Gandelman, y Kamil [28], la razón citada más frecuentemente era la creencia de tener poca exposición al riesgo cambiario, paradoja porque las mismas empresas objeto de estudio presentaban descalces cambiarios, sin poseer coberturas naturales. En el contexto colombiano, Preciado et al [8] determinaron en su trabajo investigativo que la práctica de cobertura cambiaria sólo es realizada por el 53% de las 240 empresas estudiadas. Hay falta de difusión de los mecanismos para hacer la cobertura cambiaria, lo cual alcanza el 25,6% de las empresas que no la hacen. Además, el 20,5% argumenta que el costo de la cobertura es alto, pero al parecer, en esta evaluación no se tiene en cuenta el costo de la posible pérdida asociada al riesgo cambiario.

Existe un bajo nivel de promoción del mercado de derivados financieros por parte del mercado estructurado, Bolsa De Valores De Colombia, y bajo nivel de oferta desde el mercado OTC (Over the Counter), donde las entidades bancarias tienen limitadas estas operaciones para microempresas del sector real, puesto que irónicamente tienen estigmatizados este tipo de contratos sólo para el uso por parte de grandes compañías. Se demuestra también bajo grado de intervención de la academia en el despliegue de procesos investigativos sobre los derivados financieros y el objeto de estudio de esta investigación, que se ha consolidado durante los últimos años como un elemento fundamental en la economía de la ciudad y que incluso ha desplegado sus modelos a otras principales ciudades del país.

5 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Los comerciantes del sector “El Hueco” consideran la existencia del riesgo cambiario desde la operatividad de su negocio, sin embargo, no existe ninguna política estructurada para su gestión; existe un conocimiento casi nulo sobre la existencia de los instrumentos derivados. Esta realidad se debe a que este es un mercado donde existe un bajo grado de formación: el desarrollo de sus modelos de negocio y estrategias se ha constituido desde procesos empíricos, que incluso se heredan por generaciones. Aunque en el país existen empresas del sector real con conocimiento de la existencia y uso de los derivados, otros trabajos de investigación han demostrado que el porcentaje de su uso también es reducido.

El 100% de los comerciantes encuestados considera afectación directa del riesgo cambiario en la estructura de costos, y consideran la acción de la constitución de “El Colchón” (estrategia de incremento del margen de rentabilidad a través de la liquidación de sus costos con un tipo de cambio mayor) como su estrategia más eficaz para mitigación del riesgo cambiario; sin embargo una verdadera y buena estrategia con la aplicación de los derivados financieros podría generarles ventajas competitivas, principalmente la estabilización de los flujos de efectivo asociados con el rubro de costos. La misma contratación de estos instrumentos también permite optimizar los flujos de efectivo y grado de apalancamiento, puesto que no se requieren desembolsos del 100%

del valor del contrato, sino sólo de un porcentaje, el cual se constituye como margen inicial de garantía en los contratos de futuros y forwards; las opciones sólo requerirían el pago de la prima.

Colombia, al igual que las demás economías emergentes de la región, en sus procesos de internacionalización, estará siempre expuestas a esa variable exógena del tipo de cambio y a los riesgos sistémicos. Cualquiera de los tipos de contratos de derivados financieros (futuros, forward, opciones), en las operaciones de importación, permite aminorar el impacto generado por la devaluación del peso vs divisa. Sin embargo, el uso de las Opciones se constituye como una de las estrategias óptimas para gestión cobertura en los procesos de estos comerciantes, puesto que tienen una característica flexible ante el comportamiento volátil de la tasa de cambio: limita el margen de pérdida al valor de prima pagada, ante una disminución de la cotización tasa de cambio respecto a la tasa pactada; y mantiene la posibilidad de adquirir beneficios económicos ante la evolución positiva de la tasa de cambio. Pero, de manera paradójica, este producto aún no está desarrollado en el mercado estructurado colombiano.

Con la revisión de la literatura presentada y las evidencias empíricas se puede concluir que el uso de derivados financieros incrementa el valor de las empresas. Esto es principalmente debido a que la gestión de riesgo aumenta el valor de la compañía mediante la mitigación de problemas de agencia, la reducción de costos de quiebra y las dificultades financieras, de subinversión o de sustitución de activos. Además, la cobertura puede reducir la preocupación del equipo directivo sobre el efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre los flujos de caja de la empresa, permitiéndole centrarse en el objeto social del negocio del negocio y en la creación de valor para sus accionistas. A su vez, se identifica que las variables relacionadas con la creación de valor y la existencia de economías de escala son las que llevan a las empresas a tomar la decisión de realizar operaciones de cobertura y, de esta manera, aumentar su valor económico. Finalmente, aunque en el mundo el uso de derivados financieros es cada vez más acelerado, en Colombia todavía es muy escasa la participación de las empresas en dicho mercado, especialmente por la poca profundidad y desarrollo del mercado de capitales y el desconocimiento generalizado sobre la comprensión de las variables que influyen en la cobertura de riesgos, lo que evita aprovechar las bondades de estos instrumentos financieros.

REFERENCIAS

[1] M. Jiménez Mejía and J. G. Zabala Trujillo, “Uso de derivados para el cubrimiento de riesgo operativo y crediticio en empresas manufactureras en Colombia,” Pontificia Universidad Javeriana, 2010. [Online]. Available: http://hdl.handle.net/10554/9184.

[2] R. Ffrench-Davis and J. A. Ocampo, Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes. Naciones Unidas Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2001.

[3] D. Rua-Usme, A. Ospina, C. Ramírez, P. Ortiz, and J. A. Patiño-Murillo, “Escenario para el desarrollo de línea de productos financieros verdes en la economía colombiana,” Rev. CINTEX, vol. 24, no. 2, pp. 64–90, Dec. 2019, doi: 10.33131/24222208.352.

[4] J. C. Lopera Lopera, L. F. Avalos Hincapié, and E. A. Duque Grisales, “Alternativa de financiación basada en titularización para la producción de plátano en el Urabá antioqueño,” Rev. CINTEX, vol. 24, no. 1, pp. 41–50, Dec. 2019, doi: 10.33131/24222208.343.

[5] N. Cardozo-Alvarado, J. S. Rassa-Robayo, and J. S. Rojas-Moreno, “Caracterización del mercado de derivados cambiarios en Colombia,” Banco de la República, Bogotá, Colombia, Dec. 2014. doi: 10.32468/be.860.

[6] E. A. Duque Grisales, J. Molina Flórez, and N. Ossa Núñez, “Operación del sistema de autocontrol y gestión del riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo en empresas del sector comercial,” Rev. CINTEX, vol. 23, no. 1, pp. 32–42, oct. 2018, doi: https://doi.org/10.33131/24222208.306.

[7] I. D. Rojas Arenas, “Del desarrollo económico al desarrollo económico endógeno: una mirada desde el pensamiento complejo,” Rev. CINTEX, vol. 23, no. 1, pp. 12–23, oct. 2018, doi: 10.33131/24222208.308.

[8] L. B. Preciado, L. F. España Caderón, and J. A. López Casella, “Gestión del riesgo cambiario en una compañía exportadora,” Estud. Gerenciales, vol. 27, no. 121, pp. 219–238, Sep. 2011, doi: 10.1016/S0123-5923(11)70189-9.

[9] L. F. Melo and H. R. Castro, “Choques externos y precios de los activos en América Latina antes y después de la quiebra de Lehman Brotherse,” in Precios de activos internos, fundamentos globales y estabilidad financiera, vol. 1, G. Licandro and J. Ponce, Eds. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, CEMLA, 2017, pp. 267–330.

[10] J. A. Londoño-gallego, S. M. Velásquez Restrepo, M. E. Villa Rodríguez, F. D. J. Franco Cuartas, and N. E. Viana-Rúa, “Identificación de tipos, modelos y mecanismos de transferencia tecnológica que apalancan la innovación,” Rev. CINTEX, vol. 23, no. 2, pp. 13–23, Dec. 2018, doi:

10.33131/24222208.314.
[11] F. Modigliani and M. H. Miller, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment,” Am. Econ. Rev., vol. 48, no. 3, pp. 261–297, 1958.
[12] D. P. Baron, “FLUCTUATING EXCHANGE RATES AND THE PRICING OF EXPORTS,” Econ. Inq., vol. 14, no. 3, pp. 425–438, Sep. 1976, doi: 10.1111/j.1465-7295.1976.tb00430.x.
[13] R. D. MacMinn, “Insurance and Corporate Risk Management,” J. Risk Insur., vol. 54, no. 4, pp. 658–677, 1987, doi: 10.2307/253115.
[14] C. S. A. Cheng, H. H. Huang, Y. Li, and J. Stanfield, “The Effect of Hedge Fund Activism on Corporate Tax Avoidance,” Account. Rev., vol. 87, no. 5, pp. 1493–1526, Sep. 2012, doi: 10.2308/accr-50195.
[15] K. B. Khediri and D. Folus, “Does hedging increase firm value? Evidence from French firms,” Appl. Econ. Lett., vol. 17, no. 10, pp. 995–998, Jul. 2010, doi: 10.1080/17446540802599697.
[16] G. Allayannis, U. Lel, and D. P. Miller, “The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world,” J. Int. Econ., vol. 87, no. 1, pp. 65–79, May 2012, doi: 10.1016/j.jinteco.2011.12.003.
[17] K. Aretz and S. M. Bartram, “CORPORATE HEDGING AND SHAREHOLDER VALUE,” J. Financ. Res., vol. 33, no. 4, pp. 317–371, Dec. 2010, doi: 10.1111/j.1475-6803.2010.01278.x.
[18] S. M. Bartram, “Corporate hedging and speculation with derivatives,” J. Corp. Finance, vol. 57, pp. 9–34, Aug. 2019, doi: 10.1016/j.jcorpfin.2017.09.023.
[19] C. Géczy, B. A. Minton, and C. Schrand, “Why Firms Use Currency Derivatives,” J. Finance, vol. 52, no. 4, pp. 1323–1354, Sep. 1997, doi: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb01112.x.
[20] S. M. Bartram, G. W. Brown, and B. A. Minton, “Resolving the exposure puzzle: The many facets of exchange rate exposure,” J. Financ. Econ., vol. 95, no. 2, pp. 148–173, Feb. 2010, doi: 10.1016/j.jfineco.2009.09.002.
[21] K. Cowan, E. Hansen, and L. O. Herrera, “Currency Mismatches, Balance-Sheet Effects and Hedging in Chilean Non-Financial Corporations,” Inter-American Development Bank, Research Department, Research Department Publications 4387, 2005. [Online]. Available: https://EconPapers.repec.org/RePEc:idb:wpaper:4387.
[22] R. Saito and R. F. Schiozer, “Derivatives Usage and Risk Management by Non Financial Firms: A Comparison between Brazilian and International Evidence,” SSRN Electron. J., 2005, doi: 10.2139/ssrn.677862.
[23] A. Peralta and R. Rejas, “Estimación de tendencia bursátil a corto plazo mediante técnicas de Soft-Computing. Aplicación práctica sobre valores del IBEX 35,” Rev. CINTEX, vol. 21, no. 1, pp. 113–135, jun. 2016.
[24] R. A. Arbeláez Pérez, E. A. Duque Grisales, and J. A. Patiño Murillo, “Relación de los principales mercados bursátiles durante y después de la crisis subprime con el mercado de renta variable colombiano,” Mercatec, no. 55, pp. 14–24, 2018.
[25] J. H. Sierra González and D. Londoño Bedoya, “Cobertura con derivados en empresas manufactureras colombianas: análisis previo a la apertura del mercado de derivados en la Bolsa de Valores de Colombia,” Cuad. Adm., 2010, [Online]. Available: https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=20516983011.
[26] J. E. Gómez-González, C. E. León Rincón, and K. J. Leiton Rodríguez, “Does the Use of Foreign Currency Derivatives Affect Firms’ Market Value? Evidence from Colombia,” Emerg. Mark. Finance Trade, vol. 48, no. 4, pp. 50–66, Jul. 2012, doi: 10.2753/REE1540-496X480403.
[27] F. Hamid, Perspectivas económicas. Las Américas. Administrando transiciones y riesgos. Fondo Monetario Internacional. Recuperado de goo. gl/2udHEC, 2016.
[28] V. Buscio, N. Gandelman, and H. Kamil, “Exposición Cambiaria y Uso de Instrumentos Derivados en Economías Dolarizadas: Evidencia Microeconómica para Uruguay,” Banco Central del Uruguay, Documentos de trabajo 2011005, oct. 2011. [Online]. Available: https://ideas.repec.org/p/bku/doctra/2011005.html.
[29] L. A. Vásquez, E. A. D. Grisales, and G. H. C. Vélez, “La teoría de la agencia en la industria del capital riesgo: mecanismos de alineación de intereses,” Escen. Empres. Territ., Jan. 2014, [Online]. Available: https://ideas.repec.org/a/col/000502/014530.html.
[30] M. Caglayan and F. Demir, “Firm Productivity, Exchange Rate Movements, Sources of Finance, and Export Orientation,” World Dev., vol. 54, pp. 204–219, Feb. 2014, doi: 10.1016/j.worlddev.2013.08.012.
[31] M. A. Arbeláez and R. Steiner, “Volatilidad cambiaria en Colombia: cuantificación y determinantes,” Fedesarrollo, Working Papers Series. Documentos de Trabajo 009073, nov. 2009. [Online]. Available: https://ideas.repec.org/p/col/000123/009073.html.
[32] D. V. E, P. F. L. G, A. M. P, and T. V. K, “Volatilidad de la tasa de cambio nominal en Colombia y su relación con algunas variables,” Coyunt. Económica, Jun. 2008, [Online]. Available: https://ideas.repec.org/a/col/000438/012783.html.

[33] J. E. De Brun, N. Gandelman, H. Kamil, and A. C. Porzecanski, “The Fixed-Income Market in Uruguay,” SSRN Electron. J., 2006, doi: 10.2139/ssrn.929166.