

Distr.
RESTRINGIDA
LC/R.898
31 de Mayo de 1990
ORIGINAL: ESPAÑOL

C E P A L
Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**LAS BOLSAS DE CEREALES Y SU INFLUENCIA EN LAS EXPORTACIONES
DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE**

*/ Este trabajo fue preparado por el señor Marcelo Regúnaga, Consultor de la División de Comercio Internacional y Desarrollo de la CEPAL, para el Proyecto "Las bolsas de productos básicos y su incidencia en la expansión de las exportaciones de productos primarios de América Latina y el Caribe" (HOL/87/S55), financiado con la contribución del Gobierno de los Países Bajos. Las opiniones expresadas en este trabajo son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

Este documento no ha sido sometido a revisión editorial.

90-5-812

INDICE

	<u>Página</u>
I. LAS BOLSAS DE CEREALES. RESEÑA HISTORICA DE SUS ROLES, FUNCIONES Y ORGANIZACION INSTITUCIONAL	1
1. Antecedentes de la creación de la Bolsa de Chicago	1
2. Reseña histórica de la evolución de sus roles y funciones en el comercio interno e internacional	3
3. Evolución de la organización institucional. Articulación y regulaciones	17
II. DESCRIPCION Y ANALISIS DE LOS ROLES Y FUNCIONES DESEMPEÑADOS POR LAS BOLSAS DE CEREALES PARA LAS EXPORTACIONES DE LOS PRINCIPALES GRANOS Y DERIVADOS DE LOS PAISES DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE	35
1. Mecanismos de determinación de los precios de exportación en Estados Unidos y los países de América Latina y el Caribe	35
2. Participación de los distintos agentes del comercio de granos y derivados en las Bolsas de Chicago y Kansas	54
III. BENEFICIOS, A NIVEL DE LAS FIRMAS, DE LA UTILIZACION DE LOS MERCADOS A TERMINO	64
1. Análisis de los distintos tipos de operaciones que se pueden efectuar. Ejemplos de utilización de las Bolsas locales y de Estados Unidos	64
2. Uso de los mercados a término. Utilización de los servicios brindados por los comisionistas y otros agentes	101
IV. INTERROGANTES Y LIMITACIONES QUE SE PLANTEAN EN LOS PAISES EN DESARROLLO DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE PARA LA UTILIZACION DE LAS BOLSAS DE CEREALES DE ESTADOS UNIDOS	104
1. Representatividad de los precios de las Bolsas de Estados Unidos de las condiciones básicas de los mercados de granos: Posibles interferencias	104
2. Problemas de representatividad de los precios de las Bolsas de Estados Unidos de las condiciones de oferta y demanda locales de los países de América Latina y el Caribe	109
3. Variabilidad de los precios. Reacciones y sobrerreacciones	113
4. Barreras para el acceso y la participación de las firmas de los países latinoamericanos en las Bolsas de Cereales de Estados Unidos	117

	<u>Página</u>
V. IMPACTO DE LA UTILIZACION DE LAS BOLSAS DE CEREALES DE ESTADOS UNIDOS SOBRE LOS PAISES DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE. CONCLUSIONES	121
VI. RECOMENDACIONES Y ALTERNATIVAS DE POLITICAS	129
1. Utilización de las Bolsas de Cereales de Estados Unidos por parte de los países en desarrollo	129
2. Fortalecimiento de los mercados locales	130
3. Otras alternativas para el incremento de los precios de exportación de los granos y derivados de los países en desarrollo de América Latina y el Caribe	131
Notas	134
BIBLIOGRAFIA	137

I. LAS BOLSAS DE CEREALES. RESEÑA HISTORICA DE SUS ROLES, FUNCIONES Y ORGANIZACION INSTITUCIONAL

1. Antecedentes de la creación de la Bolsa de Chicago

La historia de las bolsas de cereales es relativamente reciente y está estrechamente ligada al desarrollo de los medios de transporte y las comunicaciones en el siglo pasado. Anteriormente, la falta de infraestructura de transporte rápido limitó las posibilidades de movilizar a costos razonables los alimentos entre regiones distantes, por lo que los requerimientos de alimentación de cada pueblo o ciudad se producían en las áreas vecinas; por ello, los primeros mercados eran típicamente locales. Sólo algunos rubros de altos precios unitarios (joyas, metales preciosos, sedas, especias) podían soportar los costos de transporte involucrados en largas distancias y sólo recién cuando florecieron los imperios griego y romano se registró cierto nivel de comercio interregional de alimentos y materias primas. En la medida en que se fue desarrollando el comercio interregional en la época medieval, se crearon los mercados o "ferias regionales", consistentes en mercados preanunciados para determinados momentos y lugares, organizados por las primeras asociaciones de comerciantes.^{1/} Algunas de estas ferias ocasionales fueron adquiriendo un carácter más permanente, instalándose como mercados en los cuales se transaba todo tipo de mercaderías.

El desarrollo de las ciudades modernas implicó la sustitución de las ferias regionales por centros comerciales especializados, denominados Bolsas, inicialmente ubicados en plazas al aire libre y que posteriormente se fueron desplazando a lugares "ad hoc" cerrados. Estos mercados se difundieron en Europa, Japón y también Estados Unidos. A principios del siglo XIX, el desarrollo del ferrocarril y del transporte fluvial y marítimo en Estados Unidos viabilizaron los flujos comerciales entre las zonas de mayor potencial productivo y los centros de demanda, lo que contribuyó a generar una integración comercial a nivel nacional, dejando de lado los modelos primitivos de comunidades autosuficientes. Luego, la invención del telégrafo implicó un avance sustancial, que dio gran impulso al comercio entre América y Europa, ya que permitió a los compradores europeos conocer los precios y disponibilidades

en los mercados de exportación, con anterioridad a los embarques de los granos.

La ciudad de Chicago, fundada en 1833 y ubicada estratégicamente en el extremo de los Grandes Lagos y en el inicio de las tierras fértiles del área maicera de Estados Unidos (Estado de Illinois) fue concentrando la actividad comercial granaria de ese país. La apertura del Canal de Michigan-Illinois contribuyó a que el mercado de Chicago fuera adquiriendo cada vez mayor dimensión como lugar concentrador de granos, instalándose además industrias procesadoras. Los productores de maíz y trigo vendían a los comerciantes la mercadería a lo largo del río y éstos posteriormente la transportaban hasta Chicago, donde se concentraban tres demandas principales: el embarque de granos hacia el Este del país y otros países, el procesamiento en las industrias locales y el consumo de grano por parte del ganado existente en el área.

La existencia de un lugar concentrador que recibía informaciones sobre la producción y el comercio de granos contribuyó a que los comerciantes empezaran a sistematizar los envíos y contratar con mayor seguridad ventas futuras de granos "por llegar", es decir transacciones al contado para entrega en un momento futuro pactado y bajo condiciones acordadas (los precios se fijaban a la fecha de contratación).

A pesar de ello, en los primeros años de actividad del mercado de Chicago, en cada cosecha se generaban caos comerciales derivados de los desajustes temporales entre la oferta y la demanda de grano disponible. Frecuentemente los productores y comerciantes que llegaban con grano al mercado, se encontraban con que los requerimientos de corto plazo de los industriales o exportadores no eran suficientes para absorber toda la oferta, problema que se agudizaba por la falta de capacidad de almacenamiento y embarque de Chicago. Las fluctuaciones de precios eran violentas, ya sea porque se recibía mucho grano en relación a la capacidad de procesamiento, embarque y almacenamiento --por lo que los precios caían--, o bien la falta de envíos suficientes generaba incrementos inesperados de precios por deficiente abastecimiento. La falta de standards de calidad y de peso contribuía además a prácticas desleales y conducía a amargas disputas entre vendedores y compradores.

Las dificultades señaladas plantearon la necesidad de desarrollar un mercado concentrador para compraventas estandarizadas, tanto para el grano disponible como para las entregas futuras. Así, en 1848 un grupo de 82 hombres de negocios fundó el Chicago Board of Trade (CBT), con los propósitos de reunir en un mismo recinto a compradores y vendedores, promover la uniformidad en los usos y costumbres de los comerciantes, inculcar al comercio principios de justicia y equidad, recibir y diseminar información comercial y económica y asegurar a sus miembros los beneficios de la cooperación para la consecución de sus legítimos intereses (CBT, 1985).

2. Reseña histórica de la evolución de sus roles y funciones en el comercio interno e internacional

La comercialización moderna de granos involucra básicamente tres tipos de modalidades de venta, que se utilizan complementariamente: a) disponible; b) de entrega futura y c) contratos a término.

Los contratos de grano disponible (Cash) corresponden a las ventas al contado de entrega inmediata, en las que simultáneamente se fija el precio y se transfiere la propiedad de los granos. La primera venta del productor al acopiador local, en la que se entrega la mercadería en la planta de acopio y se cobra al contado, representa el caso más típico de esta modalidad comercial. Los precios están asociados a la localización y calidad de cada partida contratada.

Las ventas para entrega futura (forward) incorporan la dimensión temporal a las ventas de disponible, por lo que los contratos incluyen el precio, la cantidad, la calidad, la localización de la entrega y además el momento de transferencia de la posesión. Esta modalidad suele ser utilizada en la primera venta, pero es más frecuente en las operaciones de exportación; la mayor parte de las ventas al exterior corresponde a entregas futuras, en las que el pago se efectúa contra la entrega. Estos contratos usualmente no implican el depósito de garantías, por lo que los riesgos de incumplimiento son mayores y son relativamente poco líquidos, debido a que la cantidad, la calidad y la localización de la entrega son fijas.

Las ventas a término (futures) se realizan en las Bolsas o Mercados de Concentración e involucran contratos futuros estandarizados, en los que está

fijada la cantidad, la calidad, la localización y el momento de entrega (algunos meses del año, que dependen de cada grano). A diferencia de los correspondientes a las otras dos modalidades, los contratos a término son escasamente empleados para operaciones físicas; en general la entrega representa 0.5-2.5% del total negociado (Cuadros 1 y 2). La estandarización de los contratos facilita la liquidez y la formación de los precios, pero generalmente las condiciones especificadas no coinciden con las necesidades precisas de cada operador en cuanto al lugar y el momento de entrega, la calidad y la cantidad. Por ello, los mercados de disponible y a término suelen operar en forma complementaria, contribuyendo así a mejorar el desempeño del sistema comercial.

a) El desarrollo histórico de las formas y normas de contratación

El desarrollo histórico de las diferentes formas de contratación señaladas fue gradual. A partir de la creación de la Bolsa de Chicago se continuó operando con grano disponible, pero adquiriendo cada vez mayor importancia los "contratos de mercadería por llegar", práctica que se iniciara inmediatamente después de la fundación de la ciudad de Chicago en 1833. Estos contratos eran para entregas al cabo de un breve período, asociado al tiempo involucrado en el transporte de los granos, y se difundieron rápidamente dado que otorgaban más flexibilidad para las reventas que las ventas de disponible, a pesar de que las cantidades y calidades no estaban homogeneizadas; para ello, con el propósito de facilitar las reventas, durante varios años se realizaron esfuerzos para estandarizar los contratos "por llegar". De todos modos, la brevedad del plazo de entrega de estos contratos no resolvía otros problemas financieros y de riesgos que enfrentaban los comerciantes. En efecto, el desarrollo creciente del comercio entre productores y acopiadores locales en los márgenes del río se concentraba en el período inmediato a la cosecha, momento en el que los primeros enviaban los granos en carretas hasta los silos de los acopiadores; pero éstos --especialmente en el caso del maíz-- debían almacenarlo durante el invierno y parte de la primavera, a la espera de la disminución de la humedad del grano y del descongelamiento de las vías navegables, para luego transportarlo por el río hasta Chicago. Para los comerciantes locales esta modalidad comercial implicaba la acumulación de existencias, y, por ende, la necesidad de contar con sumas crecientes de

CUADRO 1. TOTAL DE CONTRATOS NEGOCIADOS, FIJADOS CON ENTREGAS O AL CONTADO Y OPEN INTEREST EN CEREALES Y OLEAGINOSOS EN LOS MERCADOS DE FUTUROS DE EE.UU. (TODOS LOS MERCADOS).

AÑOS	CEREALES			OLEAGINOSOS		
	TOTAL NEGOC. (miles contratos)	FIJADOS CON ENTRE (miles contratos) %	OPEN INTEREST* (miles contratos)	TOTAL NEGOC. (miles contratos)	FIJADOS CON EN- (miles contr)	OPEN INTEREST (miles contr)
1981	19.808	86	0,43	20.315	240	1,18
1982	14.885	118	0,79	15.763	173	1,10
1983	17.794	73	0,41	19.823	188	0,95
1984	15.889	110	0,69	23.489	438	1,86
1985	10.726	134	1,25	14.883	193	1,30
1986	10.315	68	0,66	13.799	174	1,26
1987	10.945	298	2,73	14.152	193	1,36

NOTA: * Posiciones abiertas en promedios mensualizados

FUENTE: Datos de Commodity Futures Trading Commission. Annual Report 1987

CUADRO 2. RELACIONES ENTRE LOS CONTRATOS FIJADOS CON ENTREGA O AL CONTADO Y EL VOLUMEN OPERADO
Y ENTRE EL OPEN INTEREST Y EL VOLUMEN TOTAL OPERADO, AÑO 1986/87.
(en porcentajes)

P R O D U C T O S	CONTRATOS FIJADOS CON ENTREGA-CONTADO		TOTAL CONTRATOS		OPEN INTEREST MENSUALIZADO / TOTAL CONTRATOS			
	CBT	MACE	KCBT	MGE	CBT	MACE	K CBT	MGE
TRIGO	1,70	1,37	2,70	6,79	1,77	3,01	2,10	1,67
MAIZ	2,95	1,03	-	-	1,83	2,64	-	-
AVENA	2,09	3,51	-	-	2,27	3,20	-	-
SOJA	1,37	2,08	-	-	1,24	2,08	-	-
ACEITE SOJA	2,43	-	-	-	2,01	-	-	-
HARINA SOJA	0,07	7,84	-	-	1,75	8,76	-	-

NOTAS: *CBT: Chicago Board of Trade
MACE: Mid America Commodity Exchange
KCBT: Kansas City Board of Trade
MGE: Minneapolis Grain Exchange

** Contratos de 5.000 bushels de granos para CBT, KCBT y MGE
Contratos de 1.000 bushels de granos para MACE

*** Año Agrícola finalizado el 30 de septiembre

FUENTE: C.F.T.C. Annual Report, 1987

dinero para pagar a los productores el grano en el momento de la entrega y para efectuar inversiones en capacidad de almacenamiento; asimismo llevaba consigo un alto riesgo de cambios en los precios del grano desde el otoño (época en que lo compraban) hasta la primavera (cuando lo vendían en Chicago).

Para resolver dichos inconvenientes los comerciantes locales (del río) instrumentaron otra modalidad de venta, consistente en la venta anticipada de los granos a los comerciantes de Chicago, mediante la firma de "contratos de entrega futura", a precios fijados o firmes al momento de la suscripción, para entregas en los meses de la primavera. La longitud del período involucrado en estos contratos los distinguía de las ventas "por llegar", cuyas entregas eran casi inmediatas. El primer contrato futuro registrado data de marzo de 1851 (Hieronymus, 1978). Ellos resultaron de suma utilidad para los comerciantes locales, ya que les redujeron los riesgos de las variaciones de precios y les facilitaron el acceso al crédito (otorgado por los comerciantes de Chicago o por los bancos), por lo que pudieron efectuar ofertas más racionales y competitivas a los productores. En estos casos los comerciantes de Chicago actuaban como compradores; pero ellos a su vez solían ser vendedores de futuros a los exportadores y molinos del Este.

Las variaciones de precios en el tiempo dieron lugar a la posibilidad de generar beneficios mediante la compraventa de contratos futuros, por lo que indujeron el ingreso al sistema a otro tipo de comerciantes: los especuladores. Estos compraban y vendían los contratos de entrega futura con el propósito de tomar los riesgos y ganar diferencias, pero sin intenciones de operar físicamente. La incorporación de este tipo de participantes resultó de gran importancia, especialmente luego de la Guerra de Crimea y la subsecuente guerra civil en Estados Unidos, en que los precios fluctuaron sensiblemente y los comerciantes de granos de Chicago tendieron a reducir los precios de sus compras anticipadas, por los riesgos de eventuales declinaciones. El ingreso de los especuladores contribuyó a que los contratos de entrega futura sostuvieran los precios, cambiaran de manos en numerosas oportunidades y a que sólo una pequeña proporción de los participantes tuviera interés en recibir efectivamente la mercadería. De esta manera se sentaron las bases para el desarrollo de los "contratos a término", en los cuales la entrega (recibo) de

mercadería tiene una pequeña significación, dado que las principales funciones que cumplen las coberturas y la especulación.

Para la instrumentación de las ventas a término de granos se debieron resolver diversas dificultades existentes a mediados del siglo XIX, entre las que se destacan (FIA, 1977):

i) La falta de capacidad de almacenamiento adecuada. Para cualquier sistema comercial organizado se debe disponer de una infraestructura de acopio y conservación que garantice que los granos producidos serán almacenados adecuadamente para facilitar el proceso de entrega. En la primera mitad del siglo XIX, el rápido crecimiento de la producción y las ciudades no fue acompañado por el correspondiente a la capacidad de almacenamiento, lo que dio lugar a problemas en el manejo de los granos. Como consecuencia de ello, se dictaron leyes y reglamentaciones tendientes a garantizar un manejo correcto de los granos en las plantas de acopio; ello incluyó la necesidad de otorgamiento por parte de la Bolsa de licencias para operar plantas de acopio y la creación de un sistema de inspección de los granos almacenados previo a la entrega, lo que continúa hasta el presente.

ii) La necesidad de estandarizar la calidad y el pesaje. Las diferencias de calidad de los granos llevaban a que en muchas oportunidades no se cumplieran las especificaciones de los contratos "por llegar", lo que conducía a litigios y demoras en el pago de los mismos, desincentivando la venta de los productos que no estaban a la vista. Para resolver estos problemas el CBT en 1854 introdujo la práctica de las ventas según peso; y en 1857 se creó un sistema de inspección y peso de los granos. Todos estos pasos llevaron a la estandarización de las cantidades previstas en cada contrato, elementos básicos de los contratos a término vigentes en la actualidad.

iii) La necesidad de homogeneizar los términos de pago. En los contratos "por llegar" eran frecuentes los distintos términos de pago, por lo que las Bolsas debieron uniformarlos para las ventas a término.

iv) La necesidad de la divulgación de los precios. Dado que los contratos "por llegar" eran negocios privados, sólo conocidos por las dos partes, no se tenía certeza de que los precios de un determinado negocio fueran o no los mejores. Por ello, la necesidad de divulgación rápida y en forma confiable de los precios llevó a que en las Bolsas los negocios se

hicieran en "ruedas" (pits), en las cuales los vendedores y compradores operan a viva voz, y que inmediatamente se dieran a publicidad las transacciones realizadas.

v) La necesidad de posibilitar la reventa de los contratos. Claramente en el caso de los especuladores, pero aún en el caso de los que se arbitran, quienes compran (venden) un contrato no están interesados en la entrega, sino que pretenden revenderlo (recomprarlos) más adelante. Para lograr esta flexibilidad fue necesario facilitar la cancelación de los contratos, para lo cual las Bolsas crearon las denominadas "Clearing Houses", entidades responsables de los ajustes de cuentas.

vi) La necesidad de tener seguridad de cumplimiento de los contratos. La confiabilidad en el sistema es fundamental en el caso de los mercados de futuros, en virtud de que compradores y vendedores no se conocen y cambian en muchas oportunidades durante el período de maduración de los contratos. Las Clearing Houses contribuyeron a este propósito, debido a que los miembros de estas instituciones asumieron el rol de compradores para los vendedores y de vendedores para los compradores.^{2/} Pero, para favorecer su desempeño, en 1865 se reglamentó que los clientes --compradores y vendedores-- deben depositar un margen inicial (un porcentaje del valor del contrato), así como las diferencias que surgen diariamente entre los precios de cierre de ese día y los correspondientes al día anterior, que se acreditan a la otra parte.

Atendiendo a todos los requisitos señalados en 1865 el CBT estableció las "Normas Generales del Mercado", que contemplaban la estandarización de los contratos y las condiciones de entrega, indicaban los términos de pago y los procedimientos a seguir en los casos de falta de entrega, especificaban el depósito de los márgenes, etc.; es decir que sentaban las bases para la comercialización moderna de granos a término. Estas normas fueron seguidas por otras, en la medida que sobrevenían disputas que el CBT debía resolver. En 1875 ya se había desarrollado un conjunto de normas bastante completas, que contribuyeron a que el volumen comercializado creciera significativamente en un breve lapso, tanto en contratos como en las entregas físicas; así en sólo 36 años, entre 1848 y 1884, los embarques desde Chicago crecieron en el caso del maíz desde 0.55 a 59.6 millones de bushels y en el caso del trigo desde 2.16 a 26.4. En el presente, a pesar de que las compras directas han limitado

la concentración del grano (físico) en los mercados, se entregan anualmente en Chicago entre 150 y 200 millones de bushels (unos 7 millones de toneladas) de granos y se negocian cifras mucho mayores de contratos a término de los principales granos y derivados.

b) Usos comerciales: coberturas de riesgos ("hedges")

Diversos autores coinciden en señalar que la organización de la Bolsa de Chicago fue concebida por los comerciantes principalmente con el propósito de su utilización como mercado de entregas físicas (Gray y Rutledge, 1971) sin que se previera la importancia que podía tener en otros roles. Sin embargo, su rápido crecimiento estuvo ligado a las otras funciones que cumplen los contratos a término: las coberturas de riesgos y la especulación.

Para las firmas que operan físicamente con granos o derivados (productores, acopiadores, procesadores, exportadores, etc.) los contratos a término tuvieron como objetivo principal el de brindar un mecanismo eficiente y efectivo para protegerse de los riesgos de precios, mediante la realización de coberturas (Irwin, 1954; Working, 1953-1954). Estas son muy útiles para todos los participantes de los mercados de granos (de producción estacional), desde el productor hasta el industrial, pero adquieren especial significación para los intermediarios --acopiadores, exportadores-- cuyos resultados dependen esencialmente de los precios de compraventa y, en consecuencia, están directamente influenciados por las variaciones temporales de precios. Desde la segunda mitad del siglo pasado y durante la mayor parte del presente, los contratos a término fueron empleados por los acopiadores para la cobertura de los riesgos asociados al almacenamiento de los granos durante el ciclo comercial. En efecto, la comparación de los precios futuros con los precios de contado y los "carrying-charges" (costos involucrados en el mantenimiento de los stocks) les permitía decidir acerca de la conveniencia o no de comprar el grano para almacenarlo; pero mediante las ventas a término simultáneas (arbitrajes) se cubrían de las eventuales variaciones posteriores durante el período de almacenamiento. La utilidad de los contratos a término para la cobertura de riesgos llevó a emplearlos como sustitutos temporarios de los contratos de venta efectiva de la mercadería; este hecho contribuyó a que los analistas visualizaran a los mercados a término como esencialmente especulativos, sin reconocer su importancia para orientar el mantenimiento de

reservas de granos. Dicha visión condujo a diversas críticas y ataques políticos a estas instituciones, que dieron lugar a investigaciones oficiales y que contribuyeron a una mejor comprensión de la utilidad de los contratos a término para la definición y manejo de los stocks (cobertura de inventarios).^{3/}

En los últimos decenios emergieron otras variantes de utilización no especulativa de los mercados a término, para la realización de ofertas y coberturas. Una de ellas, utilizada por procesadores de granos y exportadores, es la cobertura operativa que consiste en la compra de contratos a término para cubrir en forma inmediata compromisos de venta de productos elaborados (en el caso de los molinos) o de embarques (en el caso de los exportadores).

Para estas actividades los mercados a término brindan una guía confiable en cuanto a los precios a los que se puede adquirir y vender el grano y tienen una alta liquidez, que permite garantizar la compra inmediata de grandes volúmenes. El crecimiento significativo del comercio mundial en los últimos tres decenios y las marcadas variaciones de precios registradas a partir de los años setenta contribuyeron a una utilización masiva de los mercados a término por parte de los exportadores, quienes los han empleado principalmente de dos modos: a) para formular las ofertas y b) para cubrir las ventas inmediatamente después de aceptadas las ofertas, utilizándolos como sustitutos temporarios de las compras de grano a realizar posteriormente; en la medida en que el exportador va adquiriendo la mercadería en los lugares y tiempos de entrega requeridos, vende los contratos a término, lo que le permite reducir significativamente los riesgos de las variaciones temporales de precios. La alta volatilidad de los precios de los granos y de los activos financieros durante la década del setenta indujo a un aumento en los niveles absolutos de especulación en los mercados de futuros, pero los incrementos en los usos especulativos (comerciales) fueron de mayor significación aún, de acuerdo a los estudios realizados por diversos investigadores (Peck, 1981). Entre los usos comerciales, el mayor crecimiento correspondió a las posiciones largas (las posiciones cortas son empleadas principalmente para la cobertura de inventarios), lo que estuvo asociado al aumento de las exportaciones en un marco de incrementos en la variabilidad de los precios, que obligaron a los exportadores a cubrirse en los mercados a término. Dicha modalidad operativa

ha contribuido a la creciente internacionalización de los mercados de granos de Estados Unidos, principalmente el de Chicago, dado que gran parte de las ofertas para exportación, tanto de dicho país como de los competidores, se realiza sobre la base de "premios" sobre (o bajo) la cotización en dicho mercado, para un determinado mes de entrega.

Otra de las variantes en el uso comercial de los mercados a término que tuvo gran auge a partir de los años setenta, es la cobertura anticipatoria, consistente en la venta (o compra) de contratos futuros en anticipación a la venta (o compra) efectiva de granos y sus derivados. La mayor parte de las coberturas que realizan los productores y algunas de las que realizan los exportadores, importadores y molinos corresponde a esta alternativa, cuyo propósito es seleccionar los momentos de venta (o compra) considerados más favorables, independientemente de las restricciones logísticas. Esta modalidad implica un juicio de valor acerca del nivel de precios de los mercados a término en cada momento, dado que se trata de elegir los más convenientes en función del análisis de las perspectivas de evolución de los mercados o de otros criterios (ventas homogéneas todo el año, etc.). En esta alternativa la cobertura del riesgo tiene menor importancia que en el caso de las coberturas de inventarios o de las coberturas operativas, dado que se especula con todo el precio y no con los premios. A pesar de ello, algunas firmas y organizaciones de exportación (por ejemplo la Australian Wheat Board) utilizan las ventas anticipatorias para mejorar los precios promedios de exportación de sus granos, porque les permiten fijarlos en el período elegido, independientemente del momento en que los países importadores necesitan comprarles la mercadería. También resultan de gran utilidad para ordenar y mejorar las estrategias compradoras de las instituciones encargadas de las importaciones de los países en desarrollo (por ejemplo CONASUPO de México), en estos casos las compras anticipatorias no sólo contribuyen a una selección de los momentos de fijación de los precios de compra sino que también sirven para pronosticar en forma precisa los requerimientos presupuestarios y de divisas.

c) Usos especulativos

Otra función sumamente importante de los mercados a término es la de incorporar a los especuladores, que son participantes que no operan con mercadería (físico) sino que sólo tienen posiciones a término, por lo que sus

pérdidas o ganancias dependen esencialmente de aquellas. Su incorporación a dichos mercados data desde su misma fundación a mediados del siglo pasado, cuando tuvo una gran utilidad para suavizar las variaciones de precios registradas como consecuencia de la guerra civil de Estados Unidos. En efecto, los especuladores venden cuando esperan declinaciones en los precios y compran cuando prevén aumentos de precios, por lo que su presencia tiende a evitar la extrema volatilidad de los mismos; su interacción con los "hedgers" otorga actividad, competencia y liquidez a los mercados. En general puede señalarse que los especuladores asumen los riesgos de precios que pretenden evitar los que se cubren (hedger), pero la bibliografía distingue tres tipos de especuladores: a) los que toman posiciones; b) los que especulan en precios relativos de distintos contratos, y c) los que hacen diferencias durante la rueda.

La toma de posiciones es la variante más conocida de especulación, tendiente a captar los beneficios de los cambios de precios en el tiempo, que puede variar desde uno o dos días hasta muchos meses; en años recientes esta variante representó en torno del 15-30% del total de contratos abiertos al final de cada día (open interest) en Chicago para los principales granos (Cuadro 3) e involucra tanto a especuladores profesionales como a no especializados.

Una segunda alternativa es la compra y venta simultánea de dos posiciones diferentes (para distintos meses de un mismo producto, para distintos productos, mercados, etc.) con la expectativa de ganar diferencias por cambios en los precios relativos, independientemente de la evolución en los niveles absolutos de los precios; el total de contratos abiertos al final de cada día para cada grano en esta variante oscila entre el 5 y el 10% del total del "open interest" (no hay disponible información cruzada entre productos).

La tercera alternativa de especulación es la que consiste en comprar y vender durante la rueda de cada día, con el propósito de hacer diferencias inmediatas, por lo que generalmente no quedan posiciones abiertas al finalizar la sesión; por ello, su actividad no se puede medir a partir de las posiciones abiertas al cierre de la rueda y más bien debe calcularse en base al volumen total operado durante cada día. Si bien no hay datos exactos respecto de la

CUADRO 3. PARTICIPACION DE LOS DISTINTOS TIPOS DE COMERCIANTES EN EL OPEN INTEREST EN LOS MERCADOS A
 TERMINO DE EE.UU. AL 30-9-88
 (en porcentajes del total del open interest)

	CHICAGO	KANSAS	MINNEAPOLIS	MAIZ CBT	SOJA CBT	AC.SOJA CBT	H.SOJA CBT
<u>I- POSICIONES NO INPOR</u>							
<u>MABLES</u>							
- long	39,9	32,8	63,6	38,3	40,1	33,3	41,6
- short	31,1	19,6	29,5	39,5	38,9	30,8	30,2
<u>II- POSICIONES INFORMA</u>							
<u>BLES</u>							
- long	60,1	67,2	36,4	61,7	59,9	66,7	58,4
- short	68,9	80,4	70,5	60,5	61,1	69,2	69,8
<u>II.1. Comerciales</u>							
- long	34,5	61,6	35,1	46,2	32,5	52,9	39,8
- short	58,6	79,0	70,5	52,9	47,5	54,0	55,4
<u>II.2. Especulativas</u>							
- long	25,5	5,4	1,3	15,6	27,4	13,9	18,6
- short	10,2	1,4	0,0	7,6	13,6	15,3	14,5
<u>II.2.a) posiciones</u>							
- long	19,0	4,7	1,3	11,3	20,8	5,1	9,9
- short	3,7	0,5	0,0	3,3	7,0	6,5	5,8
<u>II.2.b) spreads</u>							
- long	6,5	0,9	0,0	4,3	6,6	8,8	8,7
- short	6,5	0,9	0,0	4,3	6,6	8,8	8,7

FUENTE: C.F.T.C. "Commitments of Traders" Chicago. Sept. 1988

composición de los comerciantes en el volumen total, se estima que la especulación concentra entre 90-95% y la mayor parte de ella corresponde a esta última variante (Rutledge, 1978), por lo que a estos participantes (scalpers) se los suele denominar "formadores del mercado".

d) Otros usos recientes de los Mercados a Término

La alta volatilidad de los precios de los granos registrada a principios de los años setenta, las elevadas tasas de inflación y la incertidumbre acerca de las tasas de interés indujeron a un crecimiento importante de los mercados a término de granos, tanto con propósitos comerciales como especulativos. Ello fue particularmente significativo en el caso de Chicago, cuya liquidez (facilidad de ingreso y salida) atrajo a muchos especuladores de otros sectores. Pero debe destacarse que en dicho decenio, en octubre de 1975, el CBT incorporó los primeros contratos futuros financieros respaldados con certificados hipotecarios y en los años subsiguientes se agregaron otros, incluidos los futuros de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos,^{4/} que en la década del ochenta quitaron clientes a los futuros de granos; en efecto el crecimiento de los mercados financieros ha sido muy significativo en el presente decenio y ha restado importancia relativa a los "commodities" (Cuadro 4).

En la década del ochenta se registraron dos acontecimientos destacados en el CBT. En 1982 se incorporó otra innovación: las opciones en los contratos a término, que ofrecen al inversor y a quien quiere manejar el riesgo la flexibilidad y la posibilidad de definir y limitar el riesgo hasta un determinado nivel de variación. Estas opciones se experimentaron inicialmente con los Bonos del Tesoro de Estados Unidos y su éxito llevó a su extensión a los granos (trigo, maíz, soja); en menos de un año desde la incorporación de las opciones de maíz y soja se negoció más de un millón de contratos. Por otra parte, en abril de 1987 el CBT inició una rueda vespertina para futuros financieros para captar negocios dentro de las horas de trabajo de la mañana de los mercados asiáticos. Su éxito y aceptación indujo también a la incorporación de una sesión los domingos por la noche, para poder coincidir con la mañana del lunes en el Lejano Oriente, el día de mayores negocios en esta área. Todos estos movimientos han estado orientados a captar la evolución reciente de los mercados financieros y flujos de capitales a nivel mundial.

CUADRO 4: EVOLUCION DE LA PARTICIPACION DE LOS CONTRATOS A TERMINO DE CEREALES Y OLEAGINOSOS EN EL TOTAL DE OPERACIONES A TERMINO* EN LA DECADA DEL OCHENTA (TOTAL DE MERCADOS DE EE.UU.)
(en porcentajes)

A N O S	VOLUMEN TOTAL CONTRATOS		OPEN INTEREST MENSUAL	
	CEREALES	OLEAGINOSOS	CEREALES	OLEAGINOSOS
1981	19,6	20,1	17,7	15,2
1982	13,8	14,6	16,0	13,0
1983	13,1	14,6	16,5	13,5
1984	10,7	15,8	16,4	12,5
1985	7,0	9,8	12,1	9,8
1986	5,6	7,5	10,1	9,3
1987	5,1	6,6	8,3	9,1

NOTAS: * Incluye otros productos agrícolas, Productos Energéticos y de madera, metales, instrumentos financieros y divisas.

FUENTE: Datos de C.F.T.C. Annual Report 1987

La creciente interdependencia entre mercados financieros y de productos en todo el mundo ha planteado la necesidad de internacionalización y diversificación de las Bolsas. Con este propósito la CBT está desarrollando ramificaciones internacionales; ya abrió una oficina europea en Londres y una asiática en Tokio, para coordinar funciones con otras Bolsas de otros países. Asimismo se están estudiando las posibles relaciones entre mercados de futuros de distintos países.

3. Evolución de la organización institucional. Articulación y regulaciones

El financiamiento y ordenamiento de los mercados a término involucra a diversos tipos de participantes e instituciones que cumplen las diferentes funciones. Entre ellas pueden mencionarse: a) la Bolsa propiamente dicha (Exchange); b) la entidad que registra y liquida los contratos (Clearing House); c) la casa comisionista (Comission House) y los comisionistas de la rueda (Floor Broker); y d) organismos y normas de reglamentación y control del mercado.

a) La Bolsa de Comercio de Chicago (Chicago Board of Trade)

El CBT (en forma similar a las otras Bolsas de granos de Estados Unidos) es una asociación sin fines de lucro, en la cual algunos de sus miembros están asociados con firmas comisionistas, otros representan comerciantes con intereses en algunos productos y otros comercian por su cuenta. La entidad tiene como principal objetivo proveer la infraestructura e instalaciones requeridas para la concertación de negocios de compraventa de granos, subproductos y otros instrumentos a término, en las cuales los comerciantes o sus representantes pueden operar en subasta pública; siendo su responsabilidad primaria la de asegurar la competencia en el mercado y limitar todo tipo de manipulación. El CBT es el principal mercado a término de granos del mundo, en el que se negocian contratos y opciones para trigo, maíz, avena, soja, aceite de soja y pellets de soja. En los cuadros 5 y 6 se indican los volúmenes, productos y otros datos históricos para el CBT y otros mercados de Estados Unidos.

Funciones: La Bolsa como tal, no posee "commodities", no opera por su cuenta, ni hace nada para influir en los precios que prevalecen cada día en el

CUADRO 5. VOLUMENES DE CONTRATOS FUTUROS Y OPCIONES DE GRANOS Y DERIVADOS NEGOCIADOS Y OPEN INTEREST EN LOS DIFERENTES MERCADOS DE EE.UU.
(en miles de contratos)

	VOLUMEN					OPEN INTEREST MENSUALIZADO				
	TOTAL		NEGOCIADO			CBT	MAIZ	KCBT	CRCE	MGE
	CBT	MAIZ	KCBT	CRCE	MGE					
FUTUROS										
1985-86										
TRIGO	2.190	355	750	-	290	33,7	7,2	16,9	-	5,4
MAIZ	6.108	410	-	-	-	121,6	11,4	-	-	-
AVENA	121	2	-	-	-	3,6	0,1	-	-	-
SOJA	6.715	774	-	-	-	70,0	10,4	-	-	-
AC. SOJA	3.167	-	-	-	-	54,2	-	-	-	-
HARINA SOJA	3.136	7	-	-	-	48,3	0,5	-	-	-
ARROZ	-	-	-	1,19	-	-	-	-	0,26	-
1986-87										
TRIGO	1.813	201	46	-	295	32,0	6,0	17,8	-	4,9
MAIZ	7.177	331	-	-	-	131,2	8,8	-	-	-
AVENA	262	7	-	-	-	5,9	0,2	-	-	-
SOJA	6.560	440	-	-	-	81,1	9,3	-	-	-
AC. SOJA	3.732	-	-	-	-	74,9	-	-	-	-
HARINA SOJA	3.409	3	-	-	-	59,8	0,2	-	-	-
ARROZ	-	-	-	13,89	-	-	-	-	0,63	-
OPCIONES										
1985-86										
TRIGO	-	8,9	18,7	-	4,8	-	1,0	2,0	-	0,6
MAIZ	560	-	-	-	-	53,5	-	-	-	-
SOJA	863	8,5	-	-	-	50,7	2,0	-	-	-
AC. SOJA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
HARINA SOJA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1986-87										
TRIGO	104	1,7	30,4	-	1,3	7,7	0,2	3,5	-	0,2
MAIZ	661	-	-	-	-	53,1	-	-	-	-
SOJA	1.032	11,2	-	-	-	60,4	27,2	-	-	-
AC. SOJA	61	-	-	-	-	8,9	-	-	-	-
HARINA SOJA	53	-	-	-	-	6,9	-	-	-	-

FUENTE: C.F.T.C. Annual Report, 1987

NOTAS: Ídem Cuadro 2.

Para CRCE (Chicago Rice and Cotton Exchange) los contratos son de 200.00 libras de arroz sin elaborar

CUADRO 6. FECHAS DE INICIACION Y AUTORIZACION OFICIAL DE LOS CONTRATOS
PARA LOS DIFERENTES GRANOS Y SUBPRODUCTOS**

MERCADOS/PRODUCTOS	FECHA EN QUE COMENZO A OPERAR	FECHA EN QUE FUE AUTORIZADO OFICIALMENTE
- CHICAGO BOARD OF TRADE		
<u>Futuros</u>		
Maíz	1859	marzo 1923
Trigo	1859	marzo 1923
Avena	1859	marzo 1923
Soja	octubre 1936	diciembre 1940
Aceite Soja	Julio 1950	junio 1950
Harina Soja	agosto 1951	agosto 1951
Girasol	(no opera)	noviembre 1981
<u>Opciones</u>		
Soja	octubre 1984	octubre 1984
Maíz	febrero 1985	enero 1985
Trigo	noviembre 1986	setiembre 1986
Aceite Soja	febrero 1987	octubre 1986
Harina Soja	febrero 1987	octubre 1986
- KANSAS CITY BOARD OF TRADE		
<u>Futuros</u>		
Maíz*	1879	mayo 1923
Sorgo*	enero 1916	mayo 1923
Trigo H.W.	1877	mayo 1923
Soja*	setiembre 1956	setiembre 1956
<u>Opciones</u>		
Trigo	octubre 1984	octubre 1984
- MINNEAPOLIS GRAIN EXCHANGE		
<u>Futuros</u>		
Cebada	octubre 1910	mayo 1923
Maíz*	enero 1922	mayo 1923
Avena*	enero 1904	mayo 1923
Centeno*	enero 1910	mayo 1923
Trigo (de primavera)	1855	mayo 1923
Trogo (blanco)	setiembre 1904	agosto 1984
Lino*	mayo 1923	julio 1920
Soja*	setiembre 1950	setiembre 1950
Girasol*	julio 1950	junio 1980
<u>Opciones</u>		
Trigo (de primavera)	octubre 1984	octubre 1984
- MID AMERICA COMMODITY EXCHANGE		
<u>Futuros</u>		
Maíz	antes de 1880	mayo 1923
Avena	antes de 1880	octubre 1922
Trigo	antes de 1880	octubre 1922
Soja	octubre 1936	diciembre 1940
Harina Soja	marzo 1985	abril 1985
<u>Opciones</u>		
Trigo	octubre 1984	octubre 1984
Soja	febrero 1985	enero 1985
- CHICAGO RICE AND COTTON EXCHANGE		
<u>Futuros</u>		
Maíz*	octubre 1982	octubre 1982
Arroz (elaborado)*	abril 1981	febrero 1981
Arroz (sin elaborar)	abril 1981	abril 1981
Soja*	octubre 1981	octubre 1981

NOTAS: * Contratos que no se negociaron en los últimos seis meses
** Al 31-12-87

FUENTE: Commodity Futures Trading Commission. Annual Report 1987.

mercado, sólo provee los medios físicos para operar un mercado abierto de subastas y --en colaboración con varios de sus miembros-- desarrolla, publica y establece normas comerciales tendientes a asegurar un trato igual y honesto a todos los participantes en el mercado. Establece y fija los detalles de todos los contratos futuros negociados en la rueda (inclusive los meses de entrega en los que se permite negociar); establece los márgenes iniciales y los niveles de los márgenes de mantenimiento para cada producto; supervisa día a día la actividad de los miembros que participan en las ruedas (floor brokers), ayuda a prevenir y controlar todo intento de manipulación; desarrolla y establece procedimientos de entrega (inclusive la designación de las plantas de acopio en las que se puede efectuar la entrega); realiza inspecciones oficiales de la Bolsa para toda la mercadería licitada para entrega con contratos a término "short" y, en general, provee los servicios que tienden a expandir los negocios de futuros. Por medio de Comités, organizados al efecto, arbitra las disputas entre miembros y entre miembros y no miembros cuando se le solicita. La coordinación de las funciones mencionadas está a cargo de personal contratado (staff), que además instrumenta las decisiones políticas tomadas por el Consejo Directivo.

Miembros: El CBT se integró con 1.402 miembros plenos (Full Members), a los que se fueron agregando los miembros asociados (Associate Members) y los poseedores de participantes o intereses de los miembros (membership interests) en los mercados financieros y de opciones. El número de socios en cada categoría, al 31 de diciembre de cada año, era (CBT, 1987):

	<u>1986</u>	<u>1987</u>
Miembros plenos	1402	1402
Miembros asociados	699	713
Tenedores de participantes	1321	1370

Los miembros plenos pueden negociar todos los contratos de futuros de la CBT y del Mid America Commodity Exchange (MACE) y tienen todos los privilegios en el Mercado de Opciones de Chicago (CBDE); tienen voto y pueden integrar los Comités de la Bolsa.

Los miembros asociados pueden negociar todos los contratos de futuros de la CBT y los designados en el MACE, pero no tienen todos los privilegios

comerciales en el CBOE; tienen voto (con una ponderación de 1/6) y pueden integrar los Comités de la Bolsa.

Los tenedores de participantes en los mercados de instrumentos gubernamentales (GIM), de opciones de "commodities" (COM) y de indicadores, Deuda y Energía (IDEM) pueden negociar los contratos en los respectivos mercados (ver anexo), pero no tienen voto y sólo pueden participar como asesores de Comités de la Bolsa.

Cualquier persona mayor de 21 años, que no sea empleado de la Bolsa, cuya reputación, carácter, responsabilidad financiera y crédito satisfaga los requisitos definidos por el Comité de Miembros y el Consejo Directivo (Board of Directors), puede asociarse a la Bolsa en alguna de las tres categorías mencionadas, si adquiere en el mercado los derechos correspondientes. Estos se negocian en forma abierta también en la Bolsa y su valor ha variado a lo largo de la historia; a mediados de 1988 los títulos de miembro pleno se vendían a 400-500 mil dólares. También se pueden adquirir los privilegios comerciales en el CBT, alquilando alguna de las categorías mencionadas, en cuyo caso se participa en carácter de Delegado.

El Consejo Directivo (Board of Directors): Es el órgano de gobierno de la entidad y está integrado por 24 personas: el Presidente y el Vicepresidente del Board, el Presidente Ejecutivo (sin voto), 15 elegidos entre los miembros plenos, 3 entre los miembros asociados y 3 no miembros (propuestos por el Presidente Ejecutivo).

Comités: El CBT dispone de un gran número de Comités, que reportan al Consejo Directivo y que están integrados por miembros plenos y asociados y por algunos ejecutivos de la entidad. Actualmente existen los siguientes: de Nominaciones, de Conducta en Negocios, de los Gobernadores de la Rueda, de Miembros, de Arbitraje, de Apelaciones, Ejecutivo del Board, Asesor del Board, de Miembros Asociados, del Grano al Contado, de Opciones de Productos, de Computación y Telecomunicaciones, de Educación, de Granos forrajeros, de Trigo, de Soja, de Aceite de Soja, de Harina de Soja, de Finanzas, de Instrumentos Financieros, de Energía, de Miembros de Instrumentos Financieros, de Comisionistas de la Rueda, de Conducta de la Rueda, de Productos Forestales, de Planificación de Largo Plazo, de Márgenes, de Marketing, de información, de Relaciones Públicas, de Reglas, de pesas y Custodia, de

Acopiadores, de Nuevos Productos, de Metales, de propiedades (inmobiliario), de Estadísticas, de Indicadores de Bolsa, de CNMA-CDR, de Transporte.

Staff: El CBT cuenta con un staff de más de 500 personas, que no son asociadas de la entidad; que incluyen a 20 oficiales ejecutivos, entre los que se destacan el Presidente Ejecutivo y el Vicepresidente Ejecutivo, que son designados por el Consejo Directivo. Los ejecutivos son los responsables de las siguientes áreas: Sistemas de Información, Consejo Especial, Consejo General, Relaciones Públicas, Educación y Servicios de Marketing, Análisis Económico y Planificación, Operaciones de Europa, Oficina de Investigaciones de Mercados Internacionales, Operaciones Inmobiliarias, Aplicación de Tecnología, Tesorería, Relaciones con el Gobierno, Operaciones de Rueda, Planeamiento de Personal y Desarrollo.

Se adjunta el listado de Directores y Oficiales Ejecutivos correspondientes al ejercicio 1987.

b) La "Clearing Corporation" o "Clearing House"

La necesidad de disponer de una entidad responsable del registro y liquidación de los contratos fue creciente, en la medida en que aumentó el volumen negociado. Inicialmente las firmas comisionistas asumieron la responsabilidad, determinando diariamente las posiciones netas largas (longs), cortas (shorts) y las posiciones abiertas (open interest) al final de cada día, registrándolas en sus libros; cada mañana, previo a la rueda, se controlaba en forma cruzada los registros entre las distintas casas y, si todo balanceaba, se podía dar comienzo a la sesión. En 1883 se desarrolló un sistema único de registros que operó hasta 1925; durante este período se utilizaban dos métodos para el cierre de cuentas:

i) Ajuste directo, cuando se ubicaba claramente al comprador y vendedor partícipes de cada operación, en cuyo caso la parte que tenía una pérdida en una posición abierta enviaba un cheque a la Clearing House (en esa época era un Departamento del CBT) por el monto de la deuda, que posteriormente era acreditado por dicho Departamento a la parte que tenía la ganancia.

ii) Ajuste anular (ring method), consistente en un sistema registrado en libros en el cual se relacionaba entre sí a una serie de compradores y vendedores de modo de poder ir cerrando sus cuentas previo al despacho. Cada anillo integraba a compradores y vendedores de montos similares de la misma

Executive Officers

Officers and Directors

Chairman of the Board

Karsten Mahlmann

Vice Chairman of the Board

Patrick H. Arbor

President and Chief Executive Officer

Thomas R. Donovan

Directors

Term expiring 1989

Donald G. Andrew
John J. Conheeny
Lawrence C. Dorf
John P. Gould
Burton J. Gutterman
Glenn P. Hollander
John R. Kinsella

Term expiring 1990

Gary K. Biellefeldt
John J. Brogan
Hal T. Hansen
Bruce H. Johnson
Thomas V. King
Dale E. Lorenzen
Jay C. Nolan

Term expiring 1991

John F. Benjamin
David P. Brennan
Darl E. Kleinbach
John W. Meriwether
Thomas C. O'Halleran
Irwin N. Smith
Carl M. Zapffe

George Sladoje,
Executive Vice President
Glen W. Bekden, Vice President,
Information Systems
Ardin P. Buett, Associate
General Counsel
Carol A. Burke, Vice President,
Special Council
Raymond W. Carmichael, Vice President,
Public Relations
Patrick J. Catania, Vice President, Director,
Education
Thomas C. Coleman, Vice President, Director,
Economic Analysis and Planning
Peter F. Donnelly, Vice President, Director,
European Operations
Yvonne J. Downs, Vice President and
Administrator, Officer of Investigations
and Audits
Paul J. Drahts, Vice President and Secretary

Scott E. Early, General Counsel
Fredrick J. Grede, Vice President,
Administration and Planning
William D. Grossman, Vice President
Managing Director, International Market Development
Philip F. Hannigan, Vice President,
Real Estate Operations
Robert J. Jirout, Vice President,
Technology Application
Glen M. Johnson, Vice President and
Treasurer
Celesta S. Jurkovich, Vice President,
Government Relations
Pamela Klein-Kurland, Associate
General Counsel
George A. Orlanos, Vice President,
Floor Operations
Jack H. Stefan, Vice President
Personnel Planning and Development

mercadería y mes de entrega. En esa época el precio de ajuste de cada día era determinado por la Bolsa, luego de finalizada la rueda, y los registros llevados no revelaban el número total de contratos negociados cada día, manteniéndose en secreto el volumen y los importes del open interest.

En 1925 se organizó la Chicago Board of Trade Clearing Corporation (CH), entidad independiente, integrada en la actualidad por unas 145 firmas que son también miembros de la Bolsa, que ajusta las cuentas de cada una de dichas firmas al final de cada día de negocios, balanceando las cantidades compradas con las vendidas. En tanto que todo miembro de la Clearing Corporation debe ser miembro de la Bolsa, no todos éstos integran la primera; se trata de una corporación abierta, pero para pertenecer a la Clearing Corporation se debe poseer gran respaldo económico y reputación a juicio del Consejo Directivo de la Clearing Corporation. La CH puede involucrar a diversos tipos de miembros de la Bolsa: individuales, integrantes de sociedades, de corporaciones y de organizaciones cooperativas.

Como una protección para todos los miembros, el Consejo Directivo de la Clearing Corporation suele establecer límites máximos en el número de contratos que cada firma puede liquidar al mismo tiempo, así como diferentes márgenes iniciales por contrato para las posiciones que exceden determinado nivel. Los miembros de la CH deben depositar no sólo los márgenes originales $\frac{5}{8}$ y los requeridos para cubrir las diferencias, sino que además deben tener una garantía, que no puede ser utilizada durante su existencia como miembros. El depósito de garantía puede variar, según el miembro, entre unos pocos miles hasta más de 50 mil dólares; debe ser depositado en efectivo y estar a disposición de la CH, como un fondo de reserva para cubrir cualquier obligación emergente de incumplimientos propios o de otros miembros. La CH puede depositar los fondos de reserva y generar beneficios a su favor. La CH se financia con la cobranza de comisiones por liquidación de los contratos, por otros servicios brindados a sus miembros y por los ingresos derivados de la inversión transitoria de los depósitos de los miembros.

Debido a que los miembros de la CH se eligen en forma estricta, a la existencia del fondo de garantía, a que la CH tiene sus propios fondos y a que los recursos de los miembros pueden ser requeridos --si es necesario-- para resolver algún problema crítico, la CH tiene una posición financiera sólida

para garantizar el cumplimiento de cada contrato que acepta para su liquidación. Debe notarse que en la historia de la CH los incumplimientos han sido escasos; nunca se dio el caso de que la falta de un miembro de una CH implicara la imposibilidad de que CH dejara de cumplir con las obligaciones financieras emergentes de las operaciones. Si un cliente de una casa comisionista no puede cumplir con su obligación financiera o con la entrega comprometidas con la CH, la obligación debe ser asumida por la casa comisionista, utilizando sus propios medios para cubrir el déficit de su cliente. Por ello, los corredores (brokers) insisten en que los depósitos de las diferencias se efectúen inmediatamente de solicitados, y las casas comisionistas autorizan a los brokers a liquidar todas las posiciones de los clientes que no depositen prontamente los márgenes requeridos.

La Comisión Directiva de la CH fija los montos de los márgenes iniciales requeridos para cada contrato abierto; los miembros de la CH están obligados a depositar los márgenes y no los clientes. Dado que la exposición de cada miembro de la CH depende de su posición neta en cada contrato, más que de las posiciones brutas --short o long-- de todos sus clientes (CBT, 1985), la CH del Chicago Board of Trade exige cubrir sólo la posición neta en cada contrato, contabilizando las posiciones long y short, de modo que el depósito de los márgenes cubra sólo las diferencias.

La CH también efectúa los ajustes de ganancias y pérdidas de los clientes que tienen los distintos miembros de la CH. Al finalizar las operaciones de la rueda, el Comité de Cotizaciones compila la lista de precios de ajuste del día para cada mes de entrega. Estos precios usualmente se ubican en el rango de precios negociados al cierre de la rueda; pero si algún contrato para un determinado mes de entrega no se negoció en el cierre, el Comité fija un precio nominal --teniendo en cuenta los precios de los demás meses de entrega efectivamente negociados--, que debe representar el promedio entre las ofertas y pedidos de ese contrato al cierre. En función de los precios de ajuste, las firmas integrantes de la CH pagan o reciben de ésta los montos de los márgenes de las diferencias o variaciones correspondientes a las posiciones abiertas de sus clientes; la casa comisionista recibe el dinero que le permite pagar a los clientes que obtuvieron ganancias y, por su parte, debe pagar a la CH --de sus recursos o bien de fondos depositados por sus clientes-- las pérdidas de éstos

en ese día. Todo margen de variación o diferencia requerida, basada en los precios de ajuste de cada día, debe ser provista por la firma miembro de la CH a esta entidad antes de la apertura de la rueda del día siguiente. Normalmente los márgenes iniciales son suficientes para cubrir las fluctuaciones diarias máximas autorizadas; pero si un mercado está muy volátil y las posiciones de un determinado miembro son largas, la CH puede solicitar a esta firma el depósito de diferencias adicionales durante la sesión (margin call), que debe efectivizarse en el término de una hora. Estos importes se acreditan al miembro en el ajuste del día, es decir que no se incorporan al margen inicial.

Los procedimientos para la liquidación de las cuentas se inician luego del cierre de la sesión de cada día. Todos los miembros de la CH deben, al finalizar las operaciones, brindar a la CH una lista completa de todas las transacciones de compra y venta de sus clientes, incluyendo el precio; está prohibido por ley ocultar compraventas concertadas por la misma firma comisionista (con el propósito de evitar el pago de las comisiones de la CH o por otros motivos): todos los contratos deben ser liquidados. Cuando la CH verificó la corrección de todas las transacciones declaradas 6/ asume las obligaciones legales y financieras de la "otra parte" de todos los negocios; es decir que la CH se convierte en el comprador de todos los que vendieron y en el vendedor de todos los que compraron contratos. De este modo, quienes compran y venden en los mercados a término no se vinculan ente sí, sino con la CH por intermedio de la firma comisionista integrante de la CH; así pueden cancelar los contratos (con la operación inversa) cuando desean, sin tener que esperar a ponerse de acuerdo entre los dos operadores originales. Le compran y venden a la CH, que actúa siempre como la "otra parte".

La información que maneja la CH es altamente confidencial, por lo que el acceso a la misma es muy limitado. Entre los ejecutivos de la CH generalmente sólo el Presidente, el Vicepresidente y el Secretario tienen acceso a las transacciones, las posiciones abiertas y los registros de los miembros.

c) La Casa Comisionista y los Comisionistas de la Rueda

Una Casa Comisionista (Commission House, Wire House, etc.) es una firma que negocia contratos en representación a los distintos tipos de usuarios de los mercados a término (comerciales y especuladores). Si bien los socios de la Bolsa son individuos y no firmas, las Casas comisionistas (C.C.) adquieren el

carácter de miembros (member firms) cuando uno de sus empleados (ejecutivos) o socios registra su membresía a favor o para el beneficio de dichas casas (sociedades-corporaciones, etc.). Algunas de estas firmas tienen filiales internacionales, que realizan negocios en todos los tipos de inversiones financieras; otras están vinculadas principalmente a los mercados de productos y de valores; en tanto que otras sólo operan en los mercados de productos, especializándose en cuentas de coberturas o bien de especuladores. Sus ramificaciones y sistemas de comunicaciones les permiten canalizar negocios desde distintas ciudades y lugares de todo el mundo. Independientemente de su tamaño, de su nombre y del alcance de sus actividades, la función básica de la C.C. es representar en el mercado a los intereses de los que no integran las Bolsas, ejecutando las órdenes, cobrando o bien aportando los márgenes, llevando los registros de las cuentas y aconsejando a sus clientes en los programas de compraventa. Como compensación por la administración de cada negocio la C.C. cobra un honorario.

Si bien no todas las órdenes de compraventa de futuros ejecutadas en la rueda pasan por las manos de una CC, dado que algunas van directamente desde el cliente a los "brokers" de la rueda --quienes, en ciertos casos, también son socios de la Clearing House--, una parte sustancial se concreta por esta vía. Los clientes de una CC pueden ser: a) especuladores individuales, b) firmas que efectúan coberturas, c) brokers de la rueda que no son socios de la CH y que desean emplear los servicios de liquidación que proveen las CC, y d) otras CC que, o bien no son miembros de la CH, o bien de la Bolsa, o ambos. Las normas de la Bolsa exigen a la CC que conozca bien a todo cliente que opera con ella, obteniendo la información requerida para ello, por medio de representantes acreditados. Puede ser penalizada por la Bolsa si no cumple este requisito. Asimismo las reglamentaciones oficiales obligan a las CC a llevar en cuentas bancarias separadas los depósitos de márgenes de sus clientes, independientemente de las correspondientes a los fondos propios, con el propósito de evitar que un mal negocio de la CC pueda afectar a la situación de los clientes. Los depósitos de márgenes y las diferencias no se pueden emplear para cubrir obligaciones de la firma con sus acreedores, sino exclusivamente para cubrir los requerimientos de la CH.

La Bolsa fija márgenes iniciales y niveles mínimos de márgenes de mantenimiento para las cuentas de los especuladores y los no especuladores; pero las CC, en forma individual, pueden exigir a sus clientes niveles por encima de los mínimos. Es responsabilidad de cada CC controlar el cumplimiento en término de los depósitos de los márgenes por otra parte de sus clientes. La CC, a su vez, debe depositar los márgenes requeridos por la CH por las posiciones abiertas de sus clientes.

La mayor parte de las operaciones de los clientes las administran representantes de las firmas, los ejecutivos de cuentas (account executives) que, por la naturaleza de las actividades que realizan, si no son miembros de la Bolsa, deben aprobar un examen instituido por el CBT desde 1966, deben tener el carácter de dedicación exclusiva para la firma comisionista --si están empleados en Estados Unidos o Canadá-- y no pueden realizar otros negocios que no sean los de su oficina sin autorización previa. El ejecutivo de cuentas cumple las siguientes funciones: i) proporciona la documentación para la apertura de las nuevas cuentas; ii) explica las normas comerciales y procedimientos a los clientes; iii) informa a los clientes sobre los precios y condiciones del mercado; iv) ingresa las órdenes comerciales y las pasa a un empleado en la rueda; v) informa las ejecuciones de las órdenes con precio; vi) actúa como nexo entre el cliente y el departamento de investigación de la firma; vii) solicita los depósitos de los márgenes; viii) sigue la evolución de los clientes en relación a su responsabilidad e integridad.

Por otra parte, todo miembro de la Bolsa puede operar en la rueda, como comisionista o corredor (floor broker). Puede operar para sí mismo o para cualquier otro miembro de la Bolsa y puede venderle o comprarle a cualquier otro miembro o broker registrado. Toda las pérdidas que se generen por los errores que cometa en el manejo de las órdenes de sus clientes, son de su responsabilidad. Le está prohibido realizar negocios no competitivos y puede ser suspendido si se lo descubre participando en una transacción no autorizada por las reglas de la Bolsa. Para operar debe obtener anualmente una licencia oficial, debiendo estar inscrito en la Asociación Nacional de Futuros (National Futures Association), entidad a la que la Commodity Futures Trading Commission dio la responsabilidad del registro de los comerciantes desde 1984.

d) Organismos y Normas de Reglamentación y Control del Mercado

Las Bolsas de granos de Estados Unidos, y la de Chicago en particular, tienen un extenso cuerpo de normas y regulaciones para la conducta de los mercados. Desde mediados del siglo XIX y durante los primeros 70 años de operaciones con futuros, previo a la existencia de normas oficiales, la CBT autoreguló el funcionamiento de los mercados, poniendo especial énfasis en el desarrollo de normas tendientes a asegurar la competitividad, el acceso, la eficiencia y la liquidez, conduciéndolos con rígidos estándares de ética comercial. Las primeras leyes estatales y federales en relación a los mercados de futuros se basaron en las normas existentes, exigidas por las Bolsas; tal es el caso de la Ley de Plantas de Almacenamiento del Estado de Illinois de 1871 y la Ley Federal de standards de granos de 1916.

En diversas oportunidades hubo intentos de abolir los mercados de futuros, debido a que los productores y consumidores protestaban cada vez que se registraban variaciones de precios no explicadas inmediatamente. En 1884 y 1893 se enviaron proyectos de leyes al Congreso para abolirlos, pero finalmente no fueron aprobados. A fines del siglo XIX se reconoció la importancia de los Mercados a Término, por lo que se tendió a regular sus actividades, en lugar de abolirlos. La primera ley nacional para regular los negocios a término surgió en 1921, en repuesta a las críticas efectuadas como consecuencia de la elevada especulación con granos que se registró a la finalización de la Primera Guerra Mundial; pero prontamente fue declarada inconstitucional por la Corte Suprema de Estados Unidos. En septiembre de 1922 se la reintrodujo, como Ley de Mercados de Futuros de Granos de 1922 (Grain Futures Act of 1922), basada en el poder constitucional del Congreso para regular el comercio entre Estados. Dicha Ley autorizó al Gobierno a tratar directamente con las Bolsas, y no sólo con sus miembros, limitando los negocios a término a las Bolsas y contratos autorizadas oficialmente; como condición para ello, las Bolsas debían comprometerse a tomar por sí mismas la responsabilidad primaria de prevenir la manipulación del mercado por parte de sus miembros o empleados. La efectividad de esta norma fue relativa, por sus limitaciones y porque el único recurso para prevenir la manipulación era la suspensión de los miembros, lo que resultaba exagerado. El aspecto más positivo de la Ley fue la generación de diversos estudios e investigaciones

que contribuyeron a un mejor conocimiento de los mercados y, en particular, a las posibles fuentes de distorsión; asimismo las Bolsas verificaron que la actividad de los mercados de futuros era de interés público.

Por sugerencia del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) el Congreso revisó la legislación vigente y aprobó en 1936 una nueva Ley de Bolsas de Productos (Commodity Exchange Act of 1936), que amplió los poderes regulatorios oficiales y el listado de productos regulados. Entre otras cosas creó la Commodity Exchange Commission, integrada por los Secretarios de Agricultura y Comercio y por el Apoderado General de los Estados Unidos --o sus representantes--, que fue el organismo responsable de la administración de la Ley durante el período 1936-1947; a pesar de que la Comisión tenía las funciones específicas de regulación de los mercados a término, no poseía oficinas ni empleados propios, por lo que su autoridad y funciones fueron ejercidas por intermedio de la Autoridad de los Mercados a Término (CEA), una agencia especializada del USDA. La Ley permitió a la CEA tratar los casos de abusos de los miembros de las Bolsas así como los de los operadores (comerciantes), enjuiciar a la manipulación de precios como una ofensa criminal, limitar la escala de operaciones de los grandes especuladores y extender la regulación a las casas comisionistas, del mismo modo que a los brokers. La CEA tenía además la responsabilidad de brindar al público las informaciones sobre los mercados a término.

En 1947 se decidió que la CEA administrara directamente las provisiones de la Ley de Bolsas de Productos de 1936. Las funciones principales cumplidas por el CEA pueden agruparse en:

- Otorgamiento de licencias a las Bolsas para operar en futuros en los distintos productos/contratos;
- registro de las casas comisionistas y de los brokers;
- análisis de la capacidad financiera y la estabilidad de los miembros que comercializaban para el público;
- protección de los fondos de los clientes;
- fijación de límites para el volumen diario de operaciones y la magnitud de las posiciones de los grandes operadores;
- supervisión diaria de las actividades comerciales en las Bolsas;

- provisión de las informaciones estadísticas y otras para el público en relación a los negocios realizados en los mercados a término autorizados;
- control de cumplimiento de todas las provisiones de la Ley y sanción de los que la violaban;
- realización de auditorías periódicas a las casas comisionistas.

Si bien la CEA solicitó al Congreso en diversas oportunidades la autoridad para regular el monto de los márgenes a depositar, ella no le fue concedida, en el entendimiento de que las Bolsas se encontraban en una mejor posición para ajustar dichos montos.

Entre 1936 y 1968 se efectuaron varias enmiendas a la Ley de Bolsas de Productos, que incrementaron el listado de bienes controlados y permitieron un seguimiento muy ajustado de los operadores en el mercado. Durante este período se efectuaron numerosos cargos de manipulación, a individuos y firmas comerciales, que contribuyeron a sentar jurisprudencia, dado que el Congreso no definió la manipulación y otras distorsiones de precios, sino que los dejó a cargo de las interpretaciones de las cortes.

Las enmiendas efectuadas en 1968 implicaron algunos cambios significativos, entre los que se destacan la exigencia de estándares financieros mínimos a las casas comisionistas, el aumento de las penalizaciones para algunas violaciones (como la manipulación) y la exigencia de la autoregulación de las Bolsas autorizadas, reforzando sus normas comerciales y los términos de los contratos.

En síntesis puede señalarse que la Ley de Bolsas de Productos estuvo diseñada para:

- Asegurar que las normas de las Bolsas forzaran la competencia en la comercialización de productos;
- prevenir las distorsiones de precios;
- proteger al público del fraude y los precios no competitivos.

Las fuertes variaciones de precios registradas en los años 1973 y 1974, como consecuencia de los desequilibrios entre la oferta y la demanda mundial, replantearon la preocupación relativa a la adecuación de las normas oficiales que regulaban los mercados a término de Estados Unidos, registrándose presiones políticas para ampliar los controles y el listado de productos y

otros bienes regulados. A pesar de dichas inquietudes, las discusiones mantenidas en el Congreso llevaron a que en 1974 se aprobara una nueva ley, denominada Ley de Comercialización de Futuros de Productos de 1974. (Commodity Futures Trading Act of 1974), con una filosofía distinta a la imperante en las legislaciones de los 50 años previos, dado que modificó el sesgo antiespeculador que tenía la Commodity Exchange Act de 1936 y las precedentes; sesgo que también tenían las normas de las Bolsas, inducido por algunos de sus miembros, que consideraron a la actividad de los especuladores como algo indeseable o, a lo sumo, como un mal necesario para dar liquidez a los mercados. Precisamente dicha visión originó muchos debates y dio lugar a estudios que aclararon las funciones y roles que cumplen los especuladores. La nueva Ley recogió estas conclusiones, que llevaron a tener una actitud más favorable acerca de las ventajas económicas de los mercados futuros y la especulación, por lo que el mandato del Congreso fue de promover el crecimiento y desarrollo de estos mercados.

La Ley de 1974 creó la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), organismo independiente que reemplazó al CEA del USDA, que inició sus actividades en abril de 1975. La CFTC está integrada por cinco Directores, full-time, propuestos por el Presidente de Estados Unidos con la confirmación del Senado, que duran cinco años en sus funciones. En 1978 la Ley de Comercialización de Futuros de 1978 dio continuidad por otros cuatro años más, a la CFTC, expandiendo su jurisdicción y clarificando algunas de las provisiones de la Commodity Exchange Act. Entre ellas adicionó a los "Commodities" todos los demás bienes y artículos, servicios, derechos e intereses que se negociaban entonces o se negociarán en el futuro en los mercados a término.

Las opciones en los mercados a término de productos estuvieron prohibidas por mucho tiempo en muchos Estados, inclusive en Illinois. La Commodity Exchange Act prohibía la comercialización de opciones en los productos sujetos a su regulación. Pero en 1982 la CFTC aprobó la comercialización de opciones en productos no agrícolas. En 1986 la Futures Trading Act of 1986 modificó parcialmente la Ley de las Bolsas de Productos de 1982 y es la que rige actualmente (Commerce Clearing House, Inc. 1987). La Ley exige que los mercados de futuros no vayan en contra del interés público y, con ese

propósito, la CFTC debe examinar cómo se usan los contratos comercialmente, para la formación de los precios y para las coberturas.

Una de las primeras acciones requeridas a la CFTC fue la redefinición de las "coberturas de buena fé", ampliándolas para permitir las coberturas anticipatorias y las coberturas cruzadas. La Ley obliga a las Bolsas a someter las normas comerciales y los términos de los contratos a la aprobación por parte de la CFTC y ésta debe revisarlas con el propósito de analizar su impacto en la competitividad de los mercados; permite a la CFTC cambiar las reglas de una Bolsa si, luego de la debida notificación, ésta fracasa o se rehusa a hacerlo voluntariamente; exige que las normas de significación económica sean publicadas en el Registro Federal para comentario público; autoriza a la CFTC a revisar las actividades de las Bolsas que limiten la incorporación de miembros u otros privilegios de acceso, pudiendo modificar o dejar de lado las decisiones de las Bolsas. Continuando con lo previsto en la legislación de 1936, la Ley autoriza a la CFTC a establecer los requerimientos financieros mínimos para las casas comisionistas y les exige que lleven cuentas independientes para los fondos depositados por los clientes.

La CFTC puede tomar medidas de emergencia en los mercados, cuando existen ciertas condiciones, tales como la amenaza de una manipulación, o bien otros eventos que impiden al mercado reflejar los factores de oferta y demanda. Asimismo la nueva ley aumentó los poderes regulatorios oficiales sobre los brokers, las casas comisionistas, los representantes de las casas comisionistas y otros participantes que dan asesoramiento comercial.

Las Bolsas y sus Clearing Houses deben registrar diariamente los negocios y dicha información debe ser suministrada a la CFTC. Los mercados autorizados a operar deben publicar el volumen comercializado cada día, antes de la apertura del día siguiente. A partir de los registros enviados a la CFTC, sus técnicos siguen en detalle las operaciones de las principales firmas, con el propósito de identificar, en forma anticipada, los posibles intentos de manipulación y fraudes en el mercado.7/ Este seguimiento permanente por parte de la CFTC de los principales operadores, cruzando la información de futuros con datos físicos adicionales, contribuye a garantizar que los mercados a término puedan cumplir con sus importantes funciones en la economía nacional e

internacional en la formación y diseminación de los precios, así como en la cobertura de riesgos.

La CFTC tiene su sede en Washington D.C. y oficinas regionales en Chicago, Nueva York, Kansas City y Los Angeles, y una sub-oficina de la de Kansas City en Minneápolis. Cuenta con tres divisiones staff:

- Control de Cumplimiento de la Ley.
- Análisis Económico.
- Comercialización y Mercado.

La primera investiga y procesa las supuestas violaciones a la Ley y a las regulaciones de la CFTC. Las violaciones incluyen negocios incorrectos de contratos futuros y opciones en los mercados a término de productos, así como la comercialización indebida de los productos y otros instrumentos financieros que entran en la jurisdicción de la CFTC. La División de Análisis Económico programa el seguimiento, análisis e investigación del mercado, con el propósito de mantener la competencia en los mercados de futuros y opciones y evitar las disrupciones causadas por la manipulación o congestión; para ello posee una Sección de Seguimiento Sistemático, que le permite instrumentar en forma inmediata las acciones correctivas. La División de Comercialización y Mercados vigila el seguimiento de las prácticas comerciales y de las actividades de control de cumplimiento de la Ley de las organizaciones autoreguladas (las 14 Bolsas y la National Futures Association). También audita y revisa la situación financiera y prácticas de las casas comisionistas y otras personas registradas y considera las reformas a las normas de las Bolsas y de la National Futures Association.

En 1984 la CFTC otorgó a una entidad privada, la National Futures Association la responsabilidad del registro de los comerciantes, los operadores de pools y los asesores comerciales que operan en las Bolsas.

II. DESCRIPCIÓN Y ANÁLISIS DE LOS ROLES Y FUNCIONES DESEMPEÑADOS
POR LAS BOLSAS DE CEREALES PARA LAS EXPORTACIONES DE
LOS PRINCIPALES GRANOS Y DERIVADOS DE LOS PAÍSES
DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

1. Mecanismos de determinación de los precios de
exportación en Estados Unidos y los países
de América Latina y el Caribe

a) Mercados Internacionales. Formas de contratación

Durante muchos años el principal destino de las exportaciones mundiales de los granos y derivados fue la CEE y en particular el puerto de Rotterdam. Por ello, el Mercado de Rotterdam concentró la actividad comercial granaria en el plano internacional y sus precios --en condiciones CIF-- constituyeron la principal referencia de precios internacionales para todo el mundo. En las últimas décadas los flujos del comercio mundial de dichos productos fueron modificándose, especialmente en el caso de los cereales, como consecuencia del efecto combinado de dos factores:

i) La gradual autosuficiencia alimentaria de la CEE, como resultado de la Política Agrícola Común, que en años recientes la ha convertido en exportadora neta de cereales;

ii) el crecimiento sostenido de la demanda y de las importaciones de los países del Este, Japón y de la mayor parte de los países en desarrollo, en los cuales los esfuerzos realizados para incrementar su producción no resultaron suficientes para equipar el crecimiento de su consumo interno.

Dicha evolución y la continuación de esta tendencia, pronosticada por los organismos especializados para las próximas décadas, han contribuido a una modificación de la estructura de países importadores y exportadores (Cuadros 7, 8, 9 y 10). Las exportaciones se concentran en unos pocos países (principalmente los países industrializados de Occidente --Estados Unidos, Canadá, Australia y la CEE-- y en menor medida en Argentina y Brasil), en tanto que las importaciones involucran a un gran número de países, especialmente el grupo de países en desarrollo y el de países del Este, en los que no se han desarrollado mercados CIF --como el de Rotterdam--, 8/ dado que

CUADRO 7

ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LAS IMPORTACIONES DE TRIGO POR GRUPO DE PAISES
(EN %)

	1969/71	1979/81	1984	2000
INDUSTRIALES	31.30	18.66	15.00	11.21
CEE-12	21.44	11.42	9.08	5.79
JAPON	8.69	5.87	5.19	3.67
PLANIF. CENTRALIZADA	12.69	21.95	26.60	18.62
URSS	3.15	16.45	23.68	16.31
EUROPA DEL ESTE	0.53	5.51	2.91	2.30
EN DESARROLLO	55.95	59.38	58.29	70.17
ASIA	30.62	29.73	27.19	42.25
CHINA	7.18	12.38	6.83	16.64
AFRICA	12.09	15.06	18.40	15.32
EGIPTO	4.67	5.59	6.32	4.47
AMERICA	10.96	12.04	10.85	9.67
BRASIL	3.33	4.52	4.42	3.96
MUNDIAL	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Banco Mundial "Price Prospects for Major Primary Commodities",
varios números.

CUADRO 8

ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LAS IMPORTACIONES DE GRANOS GUESOS POR GRUPO DE PAISES
(EN %)

	1969/71	1979/81	1984	2000
INDUSTRIALES	73.04	42.89	35.58	28.54
AMERICA DEL NORTE	1.47	1.24	1.22	0.84
EEUU	0.71	0.25	0.73	0.33
CEE-10	49.43	23.54	14.93	0.37
OTROS OESTE EUROPEO	1.43	1.36	0.72	-0.11
JAPON	20.71	16.75	18.68	19.43
PLANIF. CENTRALIZADA	10.66	27.13	26.78	31.80
URSS	3.16	18.49	23.77	19.13
EUROPA DEL ESTE	7.50	8.64	3.02	12.67
EN DESARROLLO	16.29	29.97	37.64	39.66
ASIA	6.57	13.16	18.65	26.29
CHINA	0.28	1.25	0.18	6.24
AFRICA	1.43	3.74	6.23	6.21
AMERICA MEXICO	3.16	8.43	8.64	5.52
MEXICO	0.77	4.51	4.21	2.88
EUROPA DEL SUR	5.12	4.65	4.07	1.64
MUNDIAL	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Banco Mundial "Price Prospects for Major Primary Commodities",
varios números.

Cuadro 9

ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LAS IMPORTACIONES DE SOJA
(Harina proteica) POR GRUPO DE PAISES (En %)

	1969/71	1979/81	1984	2000
INDUSTRIALES	83.19	68.77	65.70	61.30
AMERICA DEL NORTE	3.86	1.93	1.91	1.09
CEE-10	59.12	54.59	52.37	50.63
FRANCIA	7.59	8.95	8.80	8.51
ALEMANIA FEDERAL	17.49	12.45	10.61	11.22
HOLANDA	9.15	9.70	8.75	8.79
OTROS OESTE EUROPEO	3.19	2.66	2.41	2.09
JAPON	16.74	9.52	8.94	7.37
PLANIF. CENTRALIZADA	7.53	14.41	12.75	15.97
URSS	0.00	3.79	2.62	5.87
EUROPA DEL ESTE	7.53	10.62	10.13	10.10
EN DESARROLLO	9.36	16.01	21.55	22.73
ASIA	4.20	8.22	10.13	10.92
AMERICA	1.69	4.98	6.41	5.71
EUROPA DEL SUR	3.39	3.02	3.65	3.52
MUNDIAL	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Banco Mundial "Price Prospects for Major Primary Commodities",
varios números.

CUADRO 10

ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LAS IMPORTACIONES DE SOJA (eq.aceite) POR GRUPO DE PAISES
(EN %)

	1969/71	1979/81	1984	2000
INDUSTRIALES	67.90	51.77	43.73	46.42
CEE-10	43.58	38.14	31.1	35.9
ALEMANIA FEDERAL	12.16	9.57	7.11	4.46
HOLANDA	7.09	7.73	6.26	7.21
ESPAÑA	7.09	6.42	5.06	8.93
OTROS OESTE EUROPEO	3.38	2.62	2.05	1.79
JAPON	17.57	9.57	9.4	8.16
PLANIF. CENTRALIZADA	2.36	6.29	4.93	7.59
URSS	0.00	3.93	2.65	5.00
EN DESARROLLO	29.39	41.00	51.30	46.04
ASIA	15.54	23.19	27.22	27.23
INDIA	2.70	8.52	9.16	7.34
PAKISTAN	3.04	3.28	7.71	3.19
AMERICA	4.01	0.52	11.69	7.14
EUROPA DEL SUR	5.1	4.45	6.5	3.95
MUNDIAL	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Banco Mundial "Price Prospects for Major Primary Commodities",
varios números.

la mayor parte de ellos concreta las importaciones por intermedio de organismos o dependencias oficiales (éste es el caso de los países de Latinoamérica). Actúan como vendedores directos o, en ciertos casos, en licitaciones no sistemáticas, firmas multinacionales, firmas privadas o cooperativas nacionales y los organismos oficiales --generalmente denominadas Juntas de Granos-- de algunos países exportadores (Argentina, Australia, Canadá, Sudáfrica, etc.). La mayor parte de estas operaciones es secreta, desconociéndose los precios de venta, los que sólo se explicitan en forma indirecta en los precios de los mercados de los países de origen.

Dichas circunstancias contribuyeron a que los mercados FOB de los países exportadores que no monopolizan su comercio exterior adquieran cada vez mayor relevancia como indicadores de los precios del mercado internacional y a que la competencia entre países se basara en las comparaciones entre los precios FOB desde los distintos orígenes, a los que se adicionan los respectivos costos de transporte al país de destino.^{9/} De hecho, en la actualidad, una muy elevada proporción del comercio mundial se contrata en condiciones FOB; este es el caso de la mayor parte de las exportaciones de Estados Unidos, Brasil y Argentina, países en los que en las últimas tres décadas se han desarrollado importantes mercados FOB en sus principales puertos graneleros. Los mercados FOB de Estados Unidos, Brasil, Argentina, Francia, etc., son mercados no institucionales y sin recintos físicos, en los cuales los negocios se conciertan telefónicamente o por télex, ya sea directamente a los países de destino (ofertas en condiciones FOB a los compradores), o bien a otros exportadores que compran en el mercado FOB para revender a destinos finales. Las ventas se realizan en forma directa entre operadores o por intermedio de "brokers" especializados en el mercado FOB.

Los contratos FOB son típicamente de ventas de entrega futura, en las que el pago se efectúa a la entrega (excepcionalmente se efectúan negocios de disponible). Por ello los contratos FOB especifican: i) la localización de la entrega (colocado en las bodegas de un barco en un puerto especificado); ii) la calidad del grano o subproducto a embarcar (cada contrato puede contener distintas exigencias en cuanto a la calidad comercial, condiciones sanitarias, etc., en función de la necesidad del comprador y la disponibilidad del exportador); iii) la cantidad; iv) el período de embarque; v) el ritmo de

carga de los vapores, y vi) el precio. Estos contratos usualmente no implican la entrega de garantías, como en los contratos a término, por lo que se depende exclusivamente de la confiabilidad de "la otra parte", lo que les otorga mayores riesgos de incumplimientos. Por ello, el número de participantes en los mercados FOB es mucho más reducido que en los mercados a término, limitándose a firmas que se conocen y tienen una larga trayectoria, no existiendo en este caso los especuladores característicos de los mercados de futuros.^{10/} Asimismo son menos liquidos, en virtud de que los contratos fijan distintas cantidades, calidades, localizaciones de entrega, ritmos de carga, etc. Finalmente son mercados menos transparentes, ya que no todas las operaciones son conocidas y divulgadas oficialmente por una institución responsable del mercado, y las diferentes especificaciones a veces limitan la representatividad de los precios (por ejemplo, los precios de venta de trigo argentino a Brasil tienen implícito un ritmo de carga que duplica el correspondiente a otros destinos latinoamericanos, con penalizaciones si no se cumple, lo que se incorpora a los precios).

El carácter internacional (off shore) y no institucional de los mercados FOB determina que los países individualmente no tengan jurisdicción legal sobre ellos, desconociéndose el alcance de todas las operaciones en estos mercados, especialmente las correspondientes a las reventas privadas FOB, que tienen gran significación en algunos países. En efecto, en países exportadores como Argentina y Brasil el comercio exterior de granos y derivados puede concretarse de distintas formas en cuanto a los participantes involucrados como compradores y vendedores; la primera venta al exterior (la que queda registrada legalmente como exportación en el país de origen), puede involucrar a los siguientes participantes:

<u>Vendedor</u>	<u>Comprador</u>
Firma exportadora	Importador país de destino
Junta de Granos	Importador país de destino
Firma exportadora	Otra firma exportadora
	Junta de Granos
Junta de Granos	Firma exportadora

La tercera alternativa de originación mencionada, especialmente cuando involucra a firmas privadas, es la que da lugar a las transacciones FOB más difundidas; ellas viabilizan la operación de pequeñas firmas privadas y

cooperativas nacionales como exportadores, que poseen ventajas para originar el grano (una buena red de acopio en el interior del país), pero que no tienen buen acceso a los mercados de destino. Las grandes firmas multinacionales, en cambio, generalmente disponen de infraestructura comercial y mejor acceso en destino y originan sólo parcialmente, comprando el resto en el mercado FOB a otras firmas (parcialmente cooperativas y pequeñas firmas comerciales).

b) Precios de referencia

Los precios FOB reflejan en parte las cotizaciones de las primeras ventas a terceros países y en parte las de las reventas en el mercado FOB, que generalmente están asociadas a ventas a destino concertadas por otras firmas que --por diversas circunstancias-- no originarán esa mercadería. Los precios FOB pueden ser expresados mediante un monto fijo en dólares por tonelada ("flat price"), o bien mediante "premios" en relación a algún mercado a término de referencia. En esta segunda alternativa el precio final de la operación se desconoce en el momento en que se concierta, debido a que dependerá de la evolución de los precios en el mercado de referencia desde dicho momento hasta el de fijación.^{11/} Esta variante está ampliamente difundida en las exportaciones del complejo oleaginoso (granos de soja, aceites de soja y girasol y pellets de soja), tanto desde Estados Unidos como desde Argentina y Brasil; también se utiliza bastante para las ventas de cereales (maíz, sorgo, trigo) para plazos más lejanos. Los mercados de referencia son básicamente Chicago: para trigo blando, maíz, sorgo, soja, aceites de girasol y soja y pellets de soja; y Kansas para trigo duro. Los contratos a término utilizados son normalmente los anteriores inmediatos al mes de embarque.

El reconocimiento de estas modalidades comerciales en Argentina y Brasil (los principales exportadores de granos de la región - Cuadro 11), llevó a las instituciones oficiales encargadas del control de las exportaciones en estos países a efectuar un seguimiento diario de los mercados a término de Estados Unidos, que sirve de base para el registro de las mismas. En Argentina la legislación en materia de granos y derivados obliga a los exportadores a declarar las ventas al exterior, inmediatamente de concertadas, como mínimo a los "precios índice y/o FOB mínimos" vigentes; dichos precios son modificados

CUADRO 11
 PRINCIPALES PAISES EXPORTADORES DE GRANOS DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE
 (Volúmenes en millones de toneladas)

PAIS	TRIGO			MAIZ			SOJA			GR. FORRAJEROS*		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987	1985	1986	1987	1985	1986	1987
ARGENTINA	4.30	4.40	5.60	7.40	4.00	4.20	2.90	2.60	1.30	9.40	4.90	5.60
BRASIL	-	-	-	0.40	0.40	0.40	3.50	1.20	3.30	0.04	0.04	0.04
URUGUAY	0.04	-	-	0.04	0.03	0.02	-	0.04	0.03	0.13	0.12	0.11
PARAGUAY	-	-	-	0.01	0.01	0.01	0.80	0.50	1.00	0.01	0.01	0.01
MEXICO	-	-	0.10	0.05	0.05	0.05	-	-	-	0.05	0.05	0.05
OTROS SUDAM. AM. CENTRAL	-	-	-	0.07	0.05	0.04	-	0.06	0.04	0.19	0.15	0.14
	-	-	-	0.02	0.03	0.01	0.01	-	-	0.02	0.03	0.01
TOTAL	4.34	4.40	5.70	7.99	4.57	4.73	7.21	4.40	5.57	9.84	5.30	5.95

* Incluye Maíz.
 Pte. Departamento de Agricultura de los Estados Unidos.

por la Junta Nacional de Granos diariamente, luego del cierre de los mercados de Kansas y Chicago, teniendo en cuenta --entre otras variables-- las cotizaciones en dichos mercados y los "premios" representativos del mercado local en ese día.^{12/} Si bien por el momento la única modalidad que hay para las declaraciones es en "flat prices", la JNG está estudiando las alternativas existentes para autorizar el registro en "premios" en relación al mercado de Chicago para algunos productos del complejo oleaginoso (grano de soja, aceites de soja y girasol y pellets de soja), lo que ha sido solicitado por las Cámaras representativas de la industria aceitera argentina. En Brasil se ha avanzado más aún, dado que las licencias de importación/exportación que otorga la dependencia responsable del control del comercio exterior (CACEX), pueden tomarse también en la alternativa de "premios" en relación al mercado de Chicago.

c) Relaciones de precios entre mercados internacionales

La importancia de Estados Unidos en el comercio mundial de granos y derivados ha sido un factor determinante para definir las formas de contratación y competencia en todo el mundo. El hecho de que los precios de exportación de Estados Unidos se calculen en base a "premios" respecto de sus Bolsas, del mismo modo que lo que ocurre en su mercado interno, llevó a adoptar una modalidad similar para las cotizaciones de exportación de los países latinoamericanos, que también se refieren a las Bolsas de Estados Unidos. En efecto, los precios de exportación en los puertos de Estados Unidos (siendo los del Golfo de México los de mayor significación para definir la competencia con las exportaciones de Latinoamérica y el Caribe), se determinan a partir de "premios" (basis), que reflejan la diferencia entre el precio cash en el lugar de entrega y la cotización de un mercado a término para la posición futura (contrato de entrega) más próxima o del mes relevante. En el mercado estadounidense hay un sistema de precios que cada día vincula todos los lugares de entrega, en el interior en los puertos de embarque, con los mercados a término, definiendo los premios correspondientes a cada uno de ellos. Tal como ejemplifica Hieronymus (1978), en un determinado día se puede tener un sistema de precios funcionalmente interreacionados; para maíz (U.S. yellow corn N. 2) el 12-11-75 el sistema presentaba:

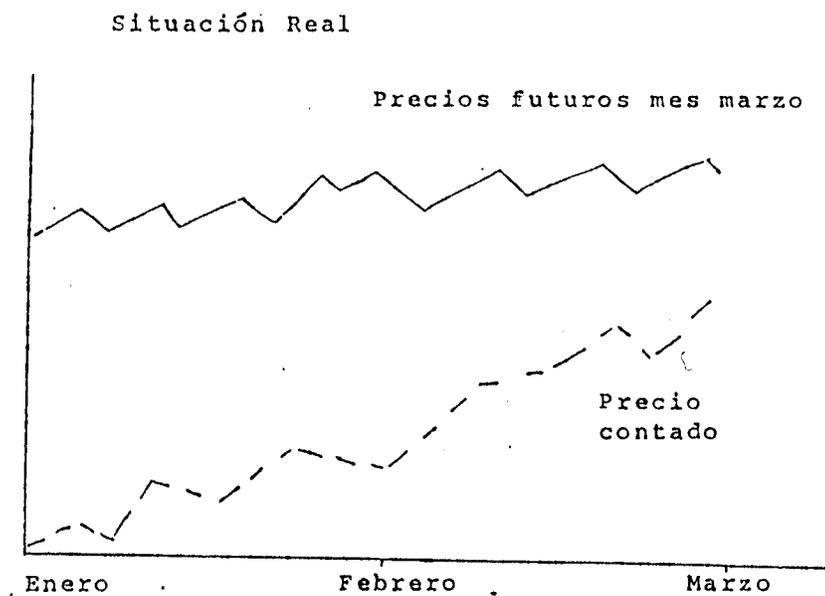
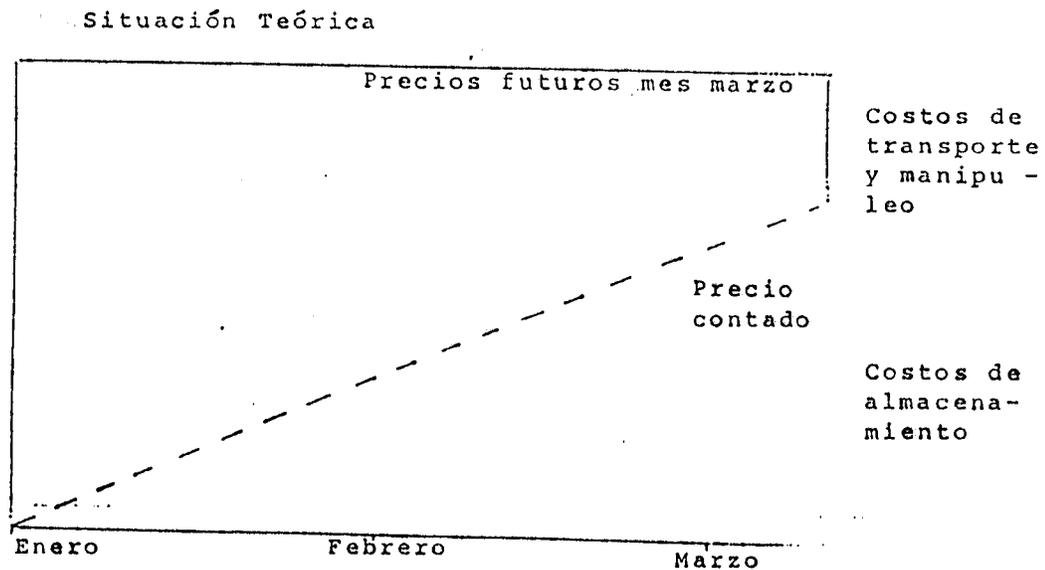
Lugares de entrega en Illinois:	2.42 dólar/bushel
Por llegar a Chicago:	2.52 dólar/bushel
Minneápolis:	2.49 dólar/bushel
Baltimore:	2.65 dólar/bushel
Puertos del Golfo de México:	2.75 dólar/bushel
Contrato futuro Chicago Diciembre:	2.64 dólar/bushel
Contrato futuro Chicago Marzo:	2.72 dólar/bushel
Contrato futuro Chicago Mayo:	2.76 dólar/bushel
Contrato futuro Chicago Julio:	2.77 dólar/bushel
Contrato futuro Chicago Septiembre:	2.70 dólar/bushel

La estructura de precios en las distintas localizaciones y momentos en el tiempo se define mediante una estructura de "premios". Así, por ejemplo, en el Golfo de México el premio sobre diciembre era de 11 centavos de dólar por bushel y en Baltimore 1 centavo/bushel; en tanto que el descuento entre el grano por llegar a Chicago y el contrato diciembre era de 12 centavos/bushel (premio negativo). Las diferencias de precios se explican --en principio-- por la localización (hay una diferencia entre un precio de contado en Chicago y otro precio de contado en el Golfo, atribuible al costo de transporte), por los costos de manipuleo del grano (carga al elevador, descarga, etc.), los márgenes de los compradores y los vendedores, los impuestos y los "carrying charges" entre un momento de entrega y otro futuro (costos de almacenamiento incluyendo intereses y seguros). En teoría (CBT, 1988), una relación "normal" entre precios contado y precios futuros sería la indicada en la Figura 1 en su parte superior.

Pero además de los distintos costos mencionados, la estructura de premios suele variar en función de la condiciones de oferta y demanda de cada momento en cada lugar. En determinadas circunstancias, se registra una sobreoferta en el Golfo, por lo que los premios caen en relación a los correspondientes a los puntos de entrega en Chicago y viceversa, por lo que en la realidad se registran fluctuaciones en los premios.

Los países competidores de Estados Unidos, tales como Argentina y Brasil, se insertan en el mercado también a partir de cotizaciones en "premios" en relación a los mercados a término de referencia de Estados Unidos, los que se incorporan como tales a los contratos de venta al exterior, o bien se transforman a precios totales en dólares por tonelada. De esta forma el comercio mundial tiene un sistema de precios correspondientes a los puertos de

FIGURA 1. RELACIONES ENTRE LOS PRECIOS FUTUROS Y LOS PRECIOS AL CONTADO



cada país, que se explicitan en "premios", en relación a los mercados de futuros.

Así, por ejemplo, el 10 de marzo de 1989 la estructura de cotizaciones internacionales para el complejo oleaginoso se definía con los siguientes premios (en centavos de dólar por bushel) respecto del Mercado de Chicago y que implicaban los precios FOB (en dólares por tonelada) indicados:

	<u>PREMIO</u>			<u>PRECIO</u>		
	Grano	Pellet	Aceite	Grano	Pellet	Aceite
Rosario	-3.5	-16.0	-460	272	244	413
Paranaguá	-21.0	-8.0	-480	278	253	408
Golfo de México	+28.0	+5.7	+70	293	268	530

En forma similar a lo señalado para Estados Unidos, los premios correspondientes a cada país reflejan las diferencias en los costos de transporte, en las condiciones de carga en los puertos, en la calidad de los granos vendidos, la existencia de convenios de abastecimiento, así como la situación de oferta y demanda locales. Todas estas variables, pero especialmente la última, determinan fluctuaciones estacionales y anuales en los premios (o diferencias de precios entre países). Si bien, en principio, los mercados internacionales están estrechamente relacionados entre sí, la diversidad de factores condicionantes de la evolución de los mismos en Estados Unidos y en el resto de los países exportadores de América Latina y el Caribe se refleja en variaciones en las diferencias de precios entre distintos países --cambios en los premios-- para distintos años (Cuadros 12, 13 y 14).

d) Relaciones entre los precios de exportación y los del mercado interno

Tanto en Argentina y en Brasil parte de las operaciones de compraventa de grano disponible en el mercado interno (segunda venta) se concierne en Bolsas de Cereales (Buenos Aires, Rosario, San Pablo, etc.). Las principales Bolsas de Argentina son de larga data, habiendo alcanzado sus Mercados a Término 13/

CUADRO 12 - DIFERENCIAS ENTRE LOS PRECIOS FOB EN EL GOLFO DE
MEXICO Y EN LOS PUERTOS ARGENTINOS*
(En dólares/tonelada)

CAMPAÑA	TRIGO	MAIZ	SOJA
1981/82	4	8	16
1982/83	19	5	14
1983/84	24	8	21
1984/85	36	11	20
1985/86	31	10	14
1986/87	26	2	3

Nota: * para los períodos en que se concentran las ventas de
cada grano en Argentina. Trigo: dic.-marzo; maíz:
marzo-junio; soja: mayo-julio

FUENTE: datos de la Junta Nacional de Granos.

CUADRO 13
 DIFERENCIAS ENTRE LOS PRECIOS DE KANSAS PARA TRIGO, CHICAGO PARA MAIZ Y SOJA
 CON LOS FOB GOLFO *
 (en dl/tn)

	TRIGO	MAIZ	SOJA
1981/82	-20.56	-10.39	-12.27
1982/83	-24.49	-11.11	-9.42
1983/84	-17.32	-9.72	-5.38
1984/85	-18.4	-10.96	-8.86
1985/86	-15	-13.38	-7.1
1986/87	-13.89	-9.05	-9.03

Nota: * para el trigo Kansas se considera el contrato marzo para el período dic/mzo; para maíz Chicago los contratos mayo y julio para el período marzo/junio y para soja Chicago el contrato julio, para el período mayo/julio.

GUADRO 14

DIFERENCIAS ENTRE LOS PRECIOS DE KANSAS PARA TRIGO, CHICAGO PARA MAIZ Y SOJA
CON LOS FOB PTOS ARGENTINOS *

(en dl/tn)

	TRIGO	MAIZ	SOJA
1981/82	-24.63	-2.59	3.97
1982/83	-5.36	-5.82	4.76
1983/84	7.06	-1.06	15.63
1984/85	17.45	0.29	11.33
1985/86	15.95	5.04	7
1986/87	11.99	-6.9	-5.73

Nota: * para el trigo Kansas se considera el contrato marzo para el periodo dic/mzo; para maiz Chicago los contratos mayo y julio para el periodo marzo/julio y para soja Chicago el contrato julio, para el periodo mayo/julio.

DIFERENCIAS ENTRE LOS PRECIOS FOB BRASIL PARA SOJA CON LOS PRECIOS FOB PTOS, ARGENTINOS

	FOB BRASIL* Dls/tn	FOB BS.AS.* Dls/tn	CHICAGO* dl/tn	(1)	(2)	(3)
1983/84	288	259	283	5	-14	19
1984/85	207	199	210	-3	-11	8
1985/86	199	188	195	4	-7	11
1986/87	211	209	203	8	6	2

*PRECIOS PROMEDIO CONTRATOS MAYO/JULIO

(1) Diferencia Fob Brasil/Chicago

(2) Diferencia Fob Bs.As/Chicago

(3) Diferencia Fob Brasil/Fob Bs/As

gran importancia en las décadas del veinte y treinta; pero diversas circunstancias que afectaron la economía agrícola del país (desprotección efectiva de la agricultura, controles de precios, monopolio del comercio, controles de cambio, etc.) y algunas limitaciones propias de dichas entidades afectaron su desarrollo posterior, por lo que su significación actual como mercados de concentración ha disminuido sensiblemente, a pesar de que todavía cumplen una importante función de disseminación de información y servicios colaterales (análisis de calidad, arbitrajes, etc). Las Bolsas de granos de Brasil son de más reciente creación y tienen menos significación aún a nivel global; el crecimiento de la producción de granos para exportación es reciente y abarca regiones muy diversas y alejadas, por lo que todos los instrumentos e instituciones vinculadas al comercio de granos se encuentran en un proceso de desarrollo, especialmente debido a los cambios instrumentados en las políticas de precios internos en la última década, tendientes a darle una mayor orientación hacia los mercados (sin interferencias oficiales).

En las Bolsas de dichos países se opera fundamentalmente con mercadería disponible o bien para entregas futuras; actúan como vendedores principalmente los acopiadores y las cooperativas de primer grado, en tanto que sólo una pequeña fracción de grandes productores integrados accede a estos mercados de concentración (ver Figuras 2 y 3). Los precios negociados son inmediatamente disseminados al resto del país y sirven de base para la realización de otras transacciones fuera de las ruedas, por parte de los mismos operadores o bien de otros.

En principio, cuando los mercados no operan con imperfecciones de corto plazo (que en algunas circunstancias dan lugar a márgenes o pérdidas extraordinarias --según los casos--), durante el período del año en que se concentran las exportaciones de los granos (meses inmediatos posteriores a los de cosecha) los precios en las Bolsas reflejan el poder de compra de la exportación, por la cual, se puede representar, en forma simplificada.^{14/}

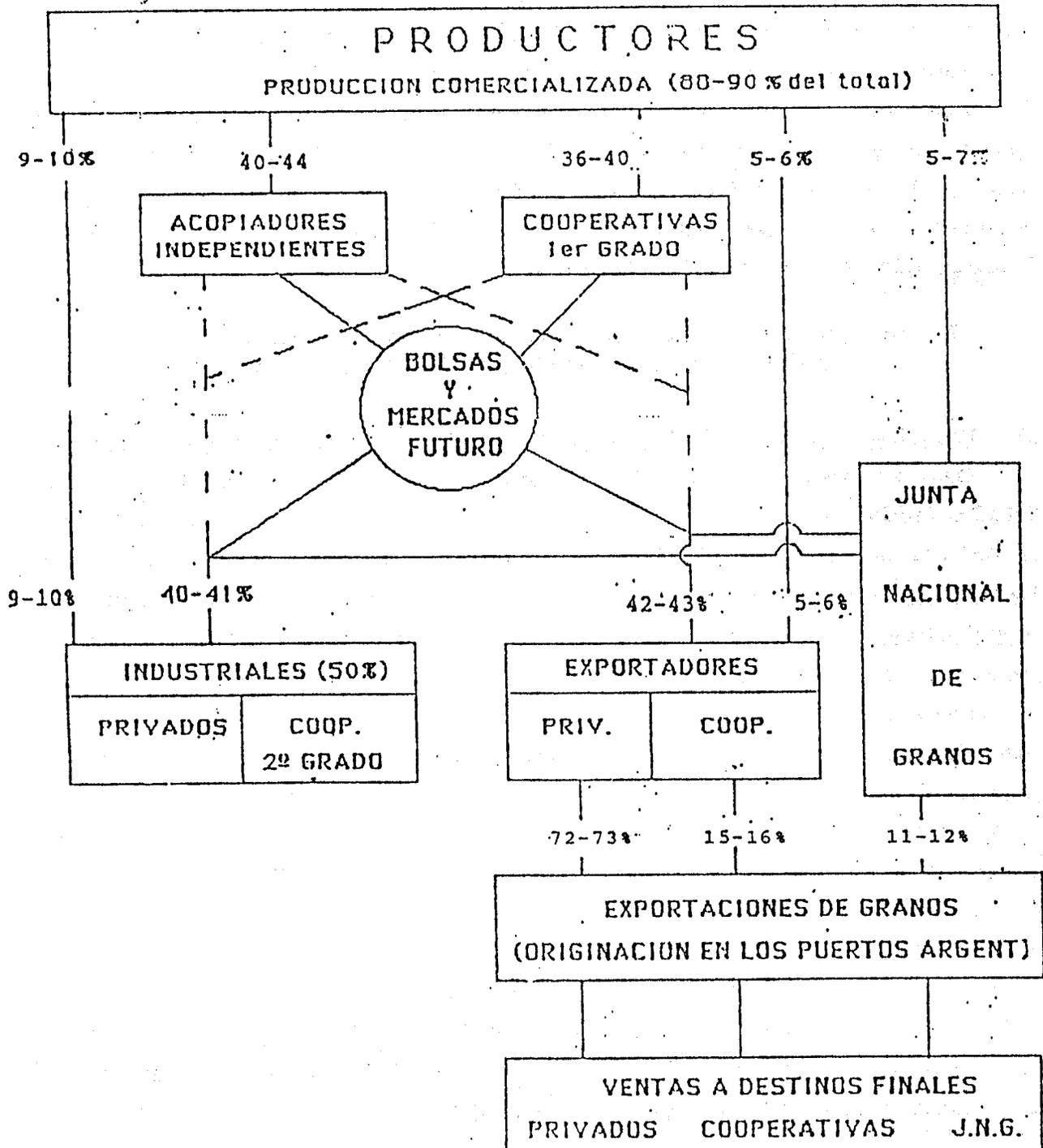
Precio Interno = 1 (Precio FOB - Gastos exportación) x T.C. Neto

y

T.C. Neto = Tipo Cambio Comercial - Impuestos.Exp. + Reintegros Exp.

FIGURA 3

CANALES DE COMERCIALIZACION DE GRANOS. PARTICIPACION DE LOS DISTINTOS TIPOS DE AGENTES.



De modo que en los países exportadores de América Latina y el Caribe, los precios internos de dichos bienes exportables, expresados en moneda constante local, no sólo dependen de la evolución de los precios de exportación, sino que están influenciados por las variaciones en los tipos de cambio netos. Los adelantos o rezagos en el tipo de cambio neto, frente a la evolución del resto de los precios de la economía, modifican las relaciones entre los precios de exportación (cuya unidad de medida es en dólares estadounidenses por tonelada) y los precios internos (en moneda constante local/tn). En la Figura 4 y los Cuadros 15 y 16 se representan las fluctuaciones del tipo de cambio neto de maíz y trigo en Argentina; los cambios drásticos registrados originan asimetrías importantes entre los precios internacionales y los precios locales, como se aprecia en el Cuadro 17.

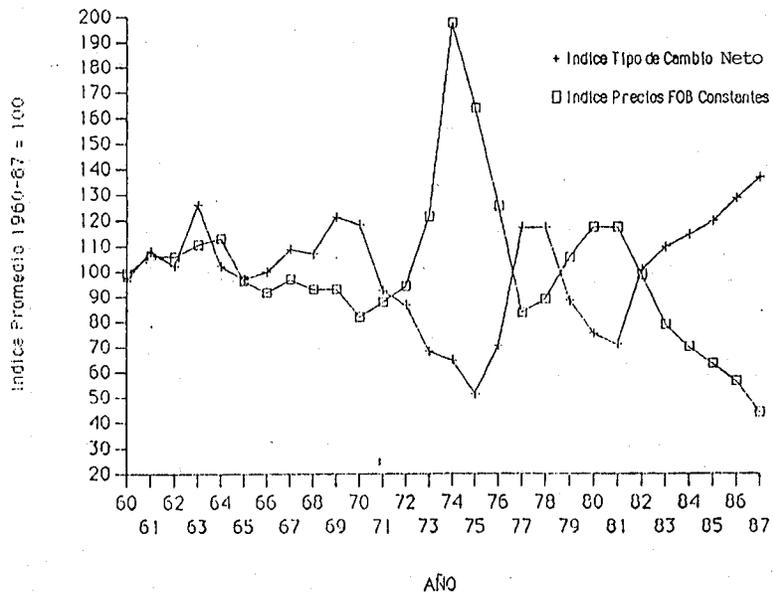
2. Participación de los distintos agentes del comercio de granos y derivados en las Bolsas de Chicago y Kansas

a) Usuarios, formas y niveles de participación en los mercados a término

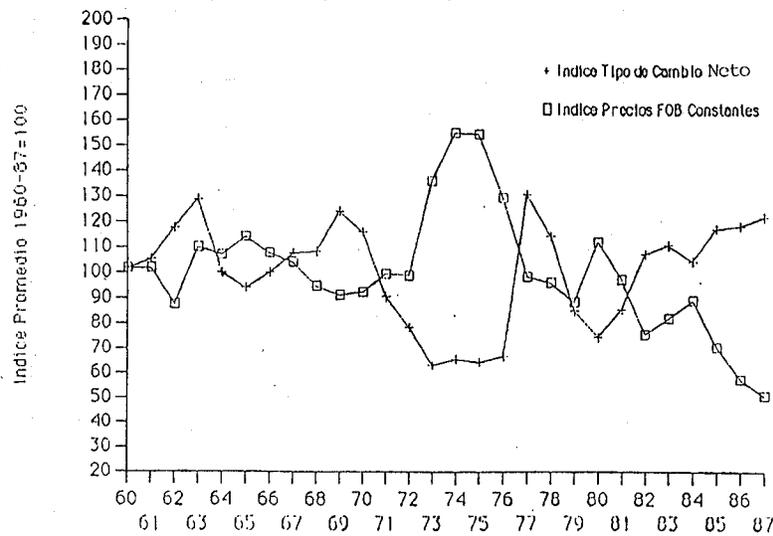
Como se señaló en la primera parte, la comercialización de granos en Estados Unidos para el mercado interno y la exportación, es instrumentada por operadores privados que utilizan masivamente los mercados a término: i) como fuentes de información de precios; ii) como base de cálculo para las negociaciones (los precios se calculan en premios o "basis" en relación a posiciones futuras, que se expresan en centavos de dólar/bushel o en dólares por tonelada), y iii) para la realización de coberturas. Especialmente en el caso de los exportadores, las coberturas operativas les permiten reducir significativamente los riesgos de las variaciones temporales de precios, cuando conciertan ventas al exterior de grandes volúmenes sin disponer del grano; menos difundido entre los exportadores de Estados Unidos es el uso de las coberturas anticipatorias, consistentes en las ventas de contratos futuros en anticipación a las ventas efectivas de los granos y sus derivados, con el propósito de seleccionar los momentos de venta considerados más favorables. También los exportadores (aunque en menor medida que los acopiadores) utilizan los arbitrajes, para reducir los riesgos asociados a la acumulación de existencias durante algunas épocas del año.^{15/}

Figura 4

TRIGO: EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO NETO Y DEL PRECIO FOB



MAIZ: EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO NETO Y DEL PRECIO FOB



FUENTE: Regúnaga, Marcelo. "La competitividad de la producción de granos argentina en el mercado internacional. Evolución y perspectivas". IICA - 1988

CUADRO 1.5
 INDICE DEL TIPO DE CAMBIO NETO DE TRIGO. Argentina
 BASE PROM 1960/88=100

AÑO	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	PROMEDIO
1960	36.9	97.4	95.2	98.7	99.2	99.2	97.4	96.6	96.4	97.2	104.7	110.0	99.3
1961	102.9	108.2	103.7	104.9	103.1	100.6	98.6	95.5	94.6	94.9	92.9	103.4	101.0
1962	102.9	102.1	102.5	110.3	112.5	120.3	112.3	112.3	116.2	122.3	133.6	123.4	115.1
1963	129.4	125.7	125.7	127.2	126.0	124.2	121.4	119.1	123.7	123.1	115.8	106.7	122.5
1964	102.0	100.7	100.9	99.4	96.4	95.8	95.8	97.1	95.3	93.9	98.6	100.7	98.0
1965	98.3	95.1	93.8	99.8	88.8	86.3	95.0	93.2	96.5	96.2	95.9	101.0	95.0
1966	100.7	100.6	102.9	99.1	97.2	96.1	95.1	99.0	99.8	94.5	111.2	110.0	100.6
1967	109.2	110.0	109.2	107.3	104.9	102.0	99.8	97.2	96.2	94.1	103.8	106.2	103.4
1968	104.9	105.8	106.7	107.0	103.0	103.1	105.1	103.9	103.7	104.0	122.1	121.3	107.9
1969	122.0	122.5	123.6	123.5	120.2	118.7	117.5	113.5	114.3	116.7	117.5	118.7	119.2
1970	118.8	118.3	118.1	115.9	111.7	111.3	110.7	105.4	103.6	99.5	97.7	96.0	109.0
1971	82.1	81.0	82.8	89.3	88.1	86.8	87.5	82.9	84.0	85.2	84.9	94.3	89.3
1972	85.1	82.5	80.7	78.1	77.1	73.1	71.8	72.1	70.7	68.3	67.3	70.3	74.8
1973	69.7	66.4	63.7	61.9	59.7	62.1	61.3	64.3	62.9	62.5	64.3	65.0	63.7
1974	83.1	85.2	86.9	83.7	83.9	82.0	82.7	83.1	60.9	59.8	57.9	56.2	62.5
1975	52.9	46.9	43.6	36.2	59.4	69.5	59.0	61.6	59.1	57.9	57.5	64.9	57.4
1976	72.6	74.5	54.8	53.2	63.9	65.5	64.4	53.7	125.3	120.3	113.3	128.6	85.4
1977	120.5	121.2	126.8	128.5	128.3	124.7	124.9	117.1	117.2	112.9	114.1	118.9	121.3
1978	116.8	119.6	117.1	115.0	110.4	107.8	105.1	99.2	97.4	93.6	91.2	90.8	105.4
1979	99.1	87.7	86.3	86.0	83.2	79.1	77.8	76.9	71.0	73.7	74.1	75.2	79.5
1980	75.8	76.3	75.8	74.8	72.9	69.6	69.4	69.7	68.9	70.6	69.0	69.6	71.8
1981	69.9	75.5	75.7	79.4	77.8	90.0	83.5	95.8	97.5	99.3	96.2	99.8	86.7
1982	104.9	100.4	106.3	106.2	107.4	103.3	95.6	94.0	96.3	99.7	111.3	113.1	102.2
1983	110.0	108.4	109.2	114.1	112.9	108.6	108.3	103.9	95.7	97.7	102.3	108.9	106.7
1984	120.2	116.2	109.6	103.8	100.4	100.4	102.3	101.7	99.2	106.8	111.4	115.3	107.3
1985	136.5	124.0	122.5	120.8	122.2	111.1	117.7	115.5	114.3	127.5	132.1	131.2	123.0
1986	130.6	127.8	124.2	123.6	124.1	121.9	119.4	116.3	118.7	117.8	118.2	111.9	121.2
1987	138.1	139.1	143.6	141.9	140.0	141.0	143.0	139.5	139.3	140.5	143.7	150.1	141.8
1988	148.6	145.6	143.1	143.1	137.3	133.2	128.0	121.3	114.5	111.5	111.7	109.9	129.0
1989	107.7	122.3	126.1										135.8

Fuente: Datos de la Junta Nacional de Granos y el INDEC de Argentina

Nota: Tipo de cambio neto deflacionado por el Índice de Precios Mayoristas Nivel General de Argentina
 Índices calculados en base al promedio de la serie

CUADRO 16
 INDICE DEL TIPO DE CAMBIO NETO DE MAIZ. Argentina
 BASE PROM 1960/88=100

AÑO	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	PROMEDIO
1960	98.9	99.3	100.2	100.7	101.1	101.1	99.5	98.6	99.3	112.3	112.5	112.2	102.9
1961	112.1	110.4	119.7	119.0	116.9	114.0	111.6	108.2	107.3	107.5	105.2	105.8	111.5
1962	105.0	119.2	119.6	127.5	130.1	139.0	136.7	135.0	134.5	151.1	154.6	142.7	132.9
1963	133.7	132.6	131.0	131.5	130.3	128.3	125.5	123.2	126.8	127.3	119.8	110.2	126.7
1964	105.5	104.1	104.3	102.7	99.7	99.1	99.0	100.5	98.5	97.1	102.0	104.2	101.4
1965	101.6	98.3	97.0	103.2	99.1	96.5	91.6	89.8	93.0	92.9	92.5	97.4	96.1
1966	97.2	97.0	97.2	95.3	93.7	94.0	94.0	90.1	90.7	87.7	95.8	94.8	94.0
1967	94.1	99.2	118.0	112.0	109.0	106.0	103.7	100.9	100.0	97.9	98.0	100.3	103.2
1968	90.0	107.0	110.7	111.0	109.0	109.0	109.0	107.3	107.5	113.1	123.6	122.9	111.2
1969	123.5	124.0	125.0	125.0	121.6	120.1	119.2	116.9	115.7	118.0	118.9	120.1	120.7
1970	120.2	120.3	119.5	117.2	112.8	112.5	111.8	107.5	104.7	100.5	98.7	97.0	110.2
1971	93.0	92.0	93.8	90.7	89.0	87.7	88.5	84.9	85.0	87.9	87.2	90.3	89.2
1972	87.0	84.3	82.5	82.4	86.8	82.2	80.6	81.1	79.5	75.9	75.9	74.8	81.2
1973	72.2	68.9	66.1	75.5	76.2	62.7	53.8	56.3	52.0	51.7	53.2	59.5	62.3
1974	64.2	65.3	63.9	64.8	63.0	61.2	81.5	38.8	85.7	73.1	65.6	63.6	70.2
1975	59.9	53.1	59.5	68.2	65.1	72.5	60.1	62.3	60.3	59.0	59.1	69.0	61.6
1976	78.4	77.4	57.2	69.0	75.7	83.5	80.2	78.6	74.5	72.0	70.8	117.5	77.8
1977	109.8	110.5	115.6	117.3	117.0	113.6	113.8	106.7	106.8	103.9	104.0	108.3	110.5
1978	105.4	108.9	119.5	117.3	112.7	110.0	107.2	101.2	99.3	95.5	93.0	92.6	105.3
1979	90.9	89.5	88.0	87.9	84.9	80.7	79.3	72.4	72.4	75.2	75.6	76.8	81.1
1980	77.3	77.5	77.4	76.3	74.3	71.0	70.8	71.1	70.2	71.4	70.4	71.0	73.2
1981	71.3	77.1	77.2	81.0	79.4	92.5	89.7	97.7	99.5	101.3	98.2	101.8	88.8
1982	107.0	102.4	108.4	108.4	109.5	102.9	97.5	95.9	88.0	101.7	113.6	115.4	104.2
1983	112.3	110.6	111.4	116.4	115.2	110.9	110.4	106.0	97.7	99.7	104.3	106.6	108.5
1984	112.1	108.3	102.2	96.9	93.5	93.5	95.7	94.7	92.3	99.4	102.9	100.4	99.3
1985	103.7	106.0	104.9	103.1	104.4	95.0	100.7	113.5	112.4	112.3	112.0	111.2	106.6
1986	110.7	111.5	117.6	117.1	117.6	115.4	113.0	110.0	112.3	111.4	111.8	114.1	113.5
1987	116.6	117.4	121.2	129.2	127.5	128.3	130.2	127.0	126.9	127.9	132.7	129.6	126.2
1988	128.4	148.5	146.0	146.0	140.1	135.9	130.6	123.8	116.8	113.8	113.9	112.1	129.7
1989	109.8	124.8	128.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	138.5

Fuente y Notas: idem Cuadro 15

CUADRO 17

EVOLUCION DE LOS INDICES DE PRECIOS INTERNACIONALES E INTERNOS DE GRANOS EN ARGENTINA
BASE 1975/89 = 100

AÑOS	T R I G O		M A I Z		S O J A	
	INTERNACIONALES (DIC/FEB)	INTERNOS	INTERNACIONALES (MAR/JUN)	INTERNOS	INTERNACIONALES (MAY/JUL)	INTERNOS
1975	196.7	117.0	163.2	99.8	0.0	96.6
1976	138.5	107.4	145.9	89.3	0.0	174.7
1977	89.6	119.1	112.9	140.5	168.8	186.5
1978	105.7	120.7	114.5	137.0	131.3	125.2
1979	103.0	98.8	99.7	90.9	125.1	98.5
1980	129.1	106.3	126.9	97.8	92.5	64.4
1981	133.8	98.5	101.4	80.1	94.9	74.7
1982	107.0	115.2	82.4	93.8	85.0	95.8
1983	88.3	107.1	93.1	112.2	82.6	93.9
1984	75.6	93.3	98.9	109.3	95.8	87.9
1985	65.6	78.0	78.3	95.4	72.7	72.9
1986	62.9	81.4	63.4	78.3	69.3	71.1
1987	50.2	66.6	56.0	79.8	76.0	102.0
1988	56.2	91.1	63.4	95.6	106.1	127.0
MAY 88	63.6	114.2	54.4	79.8	90.4	107.9
JUN 88	70.8	130.4	81.6	127.3	116.4	144.3
JUL 88	79.0	133.0	91.5	126.2	111.9	128.8
AGO 88	81.4	125.5	82.4	105.2	109.8	121.6
SEP 88	85.6	109.5	83.2	104.3	109.8	113.3
OCT 88	84.0	99.8	83.2	97.1	100.3	108.2
NOV 88	84.8	104.9	79.1	90.8	96.2	103.1
DIC 88	85.8	104.0	79.9	94.0	97.0	102.4
ENE 89	89.7	93.9	84.9	111.5	95.8	103.9
FEB 89	88.2	100.1	79.9	114.0	91.6	104.7
MAR 89	85.2	111.8	81.6	135.6	92.5	126.5

NOTA: Los precios internos están deflactados por el Índice de Precios Mayoristas No Agropecuario Total y los precios internacionales por el Índice de Precios Mayoristas de los Estados Unidos
Fuente: Datos de la Junta Nacional de Granos de Argentina

Las exportaciones de granos y derivados en Argentina y Brasil también se realizan, con la participación mayoritaria de firmas privadas. Todas las exportaciones brasileñas del complejo oleaginoso y algunas eventuales de otros granos (maíz) se concretan por intermedio de exportadores privados; en tanto que en Argentina opera un sistema mixto, en el cual una parte (10-15%) de las mismas se canaliza por intermedio de la Junta Nacional de Granos 16/ --en las ventas de gobierno a gobierno-- y el resto se exporta con la participación de firmas privadas (Ver Cuadro 18). En ambos países coexisten firmas exportadoras de diverso tamaño y de niveles de integración y conglomeración; pero una elevada proporción de las exportaciones es realizada por firmas que tienen operaciones off shore. El seguimiento detallado de las actividades fuera de las fronteras de ambos países resulta relativamente difícil, en virtud de que algunas firmas son ramas (subsidiarias) de multinacionales, en tanto que otras poseen sus ramificaciones o representaciones en el exterior (más o menos conocidas, según los casos), 17/ que les permiten no sólo un mejor acceso a terceros mercados, sino principalmente un mejor manejo de las divisas, los créditos internacionales y los mercados a término.

Estas circunstancias limitan las posibilidades de cuantificar en forma precisa el grado de participación de los comerciantes privados de Brasil y Argentina en los mercados a término de Estados Unidos. Diversos estudios realizados con este propósito para el conjunto de comerciantes extranjeros --Powers and Tosini, 1985; Thompson and Bond, 1985-- (ver Cuadro 19) presentan limitaciones importantes, prácticamente insolubles por métodos secundarios --como los utilizados en esos cálculos--, a saber: i) una parte de las operaciones no es reportada en la información brindada por la CFTC (sólo se informan las posiciones futuras que superan determinado tamaño); ii) muchas operaciones que aparecen como realizadas por firmas de Estados Unidos (Cargill, Continental, etc.) pueden corresponder a negocios originados en las subsidiarias latinoamericanas.

Para subsanar estas limitaciones se debería efectuar un relevamiento en terreno, mediante encuesta, de las actividades de las firmas exportadoras de ambos países; este análisis escapa al alcance del presente informe. Mediante consultas efectuadas en forma directa a las principales firmas exportadoras de

CUADRO 18 ARGENTINA. ESTRUCTURA DE PARTICIPACION DE LAS DISTINTAS FIRMAS EN LAS EXPORTACIONES DE GRANOS.
(en miles de toneladas)

FIRMAS	1983	1984	1985	1986	1987
1. Cooperativas					
A.C.A.	2.028	1.726	1.961	1.478	823
A.F.A.	315	317	404	457	183
F.A.C.A.	2.149	2.157	2.261	1.373	1.061
2. Privadas					
BUNGE Y BORN	1.474	893	927	1.008	329
NIDERA	2.228	2.543	2.521	1.318	1.310
CARGILL	2.326	1.820	2.638	968	726
EMILIANA (Ferruzzi)	721	771	1.121	1.069	353
CONTINENTAL	1.162	1.812	1.488	1.047	490
ITALGRANI	707	243	346	310	226
LA PLATA CEREAL (André)	1,697	704	888	639	460
DREYFUS	1.244	1.150	1.632	912	532
PRODUCTOS SUDAMERICANOS	876	851	995	836	309
TRADIGRAIN	1.228	904	917	794	480
GENARO GARCIA	1.286	654	635	543	260
OTRAS	1.849	2.178	2.822	3.066	4.624
3. Junta de Granos	2.466	1.917	2.167	834	1.752
TOTAL	23.726	20.640	23.723	16.652	15.388

Nota: Embarques registrados (originaciones) en la JNG. Algunas firmas y la JNG venden a destino mayores volúmenes.

Fuente: Datos de la Junta Nacional de Granos de Argentina.

CUADRO 19 PARTICIPACION DE COMERCIANTES EXTRANJEROS EN EL OPEN INTEREST AL FINAL DEL MES QUE DEBE INFORMARSE EN CEREALES Y OLEAGINOSOS EN LOS MERCADOS A TERMINO DE EE.UU.
(en porcentajes)

PERIODO	LONG	SHORT
Junio 1976 - Febrero 1977	3,7	3,5
Enero 1978 - Febrero 1980	1,4	0,8
Mayo 1983	26,6	22,4

Notas: * Trigo, maíz, avena, arroz, soja, aceite y pellet de soja

** Datos compilados a partir de la información disponible / en la CFTC sobre contratos abiertos para los tamaños mínimos que deben informarse, para comerciantes de 52 países extranjeros

Fuente: Thompson, Stanley and Bond, Gary "Basis and Exchange Rate Risk in Offshore Futures Trading". International Use of US Futures Markets - American Agricultural Economics Association, 1985.

Argentina y Brasil, se puede concluir (cualitativamente) que una alta proporción de las exportaciones es realizada con coberturas en los mercados a término de Estados Unidos; principalmente en los mercados de granos, pero también se suelen utilizar coberturas cruzadas con otros commodities y con futuros financieros y de tipos de cambio.

Para viabilizar las operaciones de cobertura en los mercados de futuros existen dos variantes: i) la comunicación directa de las firmas locales o de sus casas matrices con los brokers o casas comisionistas de Chicago y Kansas; y ii) la comunicación por intermedio de representantes de dichas firmas comisionistas en Argentina y Brasil. Varias casas comisionistas de la Bolsa de Chicago de cierto tamaño tienen oficinas en estos países, para actuar de nexos y brindar el asesoramiento a los interesados locales, por lo que se dispone de la infraestructura requerida para la utilización masiva de los mercados a término de granos. En Argentina, mediante esta alternativa se ha permitido el acceso a los mercados a término de Estados Unidos a firmas exportadoras locales pequeñas (que originan menos de 100 mil toneladas por año). Todo ello permite afirmar que las firmas privadas de Argentina y Brasil tienen desarrollados los mecanismos necesarios para la utilización masiva de los mercados a término de los Estados Unidos en el caso de los granos y derivados.

La situación de las instituciones oficiales especializadas en la exportación de granos (en particular la Junta Nacional de Granos de Argentina --JNG-- y organismos similares de otros países latinoamericanos que eventualmente exportan granos en pequeños volúmenes) es diferente. En este caso los mercados a término de Estados Unidos se utilizan como fuentes de información y/o --en algunos casos-- como bases de contratación (con "premios" sobre Chicago); tal ha sido el caso de ventas realizadas por la JNG a CONASUPO de México. Pero, a diferencia de lo que aconteció con dicho organismo mexicano, que ha utilizado el mercado de Chicago para las coberturas de sus compras, la JNG no ha operado en los mercados de futuros para la realización de coberturas, asumiendo todos los riesgos de variaciones en los precios, las que son altamente peligrosas teniendo en cuenta los volúmenes involucrados. En efecto, las ventas realizadas por la JNG a terceros países generalmente involucran grandes volúmenes en un reducido número de contratos

(en oportunidades se han cerrado operaciones individuales superiores a las 500 mil toneladas),^{18/} sin disponer de la mercadería adquirida previamente en el mercado interno. La falta de cobertura inmediata puede implicar pérdidas muy elevadas cuando los mercados están en alza, fenómeno que también puede ser inducido por dichas ventas oficiales, si los saldos exportables son reducidos.

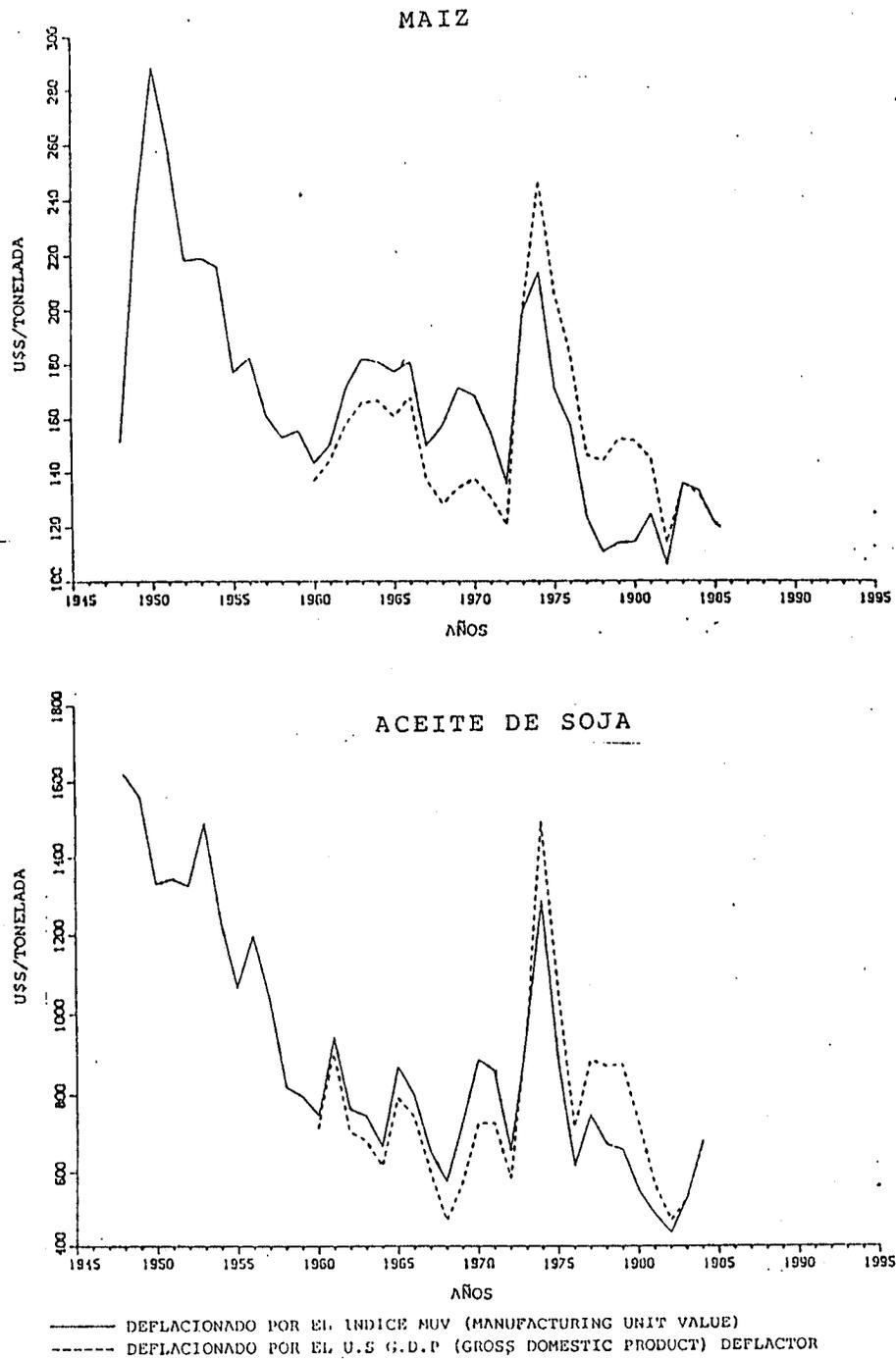
III. BENEFICIOS, A NIVEL DE LAS FIRMAS, DE LA UTILIZACION DE LOS MERCADOS A TERMINO

1. Análisis de los distintos tipos de operaciones que se pueden efectuar. Ejemplos de utilización de las Bolsas locales y de Estados Unidos

Los precios de los granos y sus derivados se caracterizan por presentar variaciones en el tiempo, dentro del ciclo comercial y entre años (Figuras 5 y 6). Estas variaciones alcanzaron gran magnitud en las últimas dos décadas, como consecuencia de los frecuentes desequilibrios observados entre la oferta y la demanda mundial de dichos productos; en efecto, desde principios de la década del sesenta el comercio mundial de dichos productos ha estado caracterizado por la alta volatilidad y la impredecibilidad de los precios, resultantes de cambios en las condiciones climáticas, de cambios en los precios de otros productos y activos, de las intervenciones directas e indirectas de los gobiernos (subsidios a la producción y al comercio, devaluaciones, créditos, controles de oferta, manejo de stocks, etc.), de la inflación en los distintos países, de los cambios en los niveles de consumo por habitante, etc. Las variaciones temporales de precios se han manifestado tanto en las transacciones internacionales como en los mercados locales de Estados Unidos y los países de América Latina y el Caribe, generando riesgos de precios para todos los participantes en el sistema comercial granario: el productor, el acopiador o propietario de silos en el interior del país, el exportador, el procesador de granos (molinos harineros, aceiteros, balanceadores, etc.) y los fabricantes de alimentos.

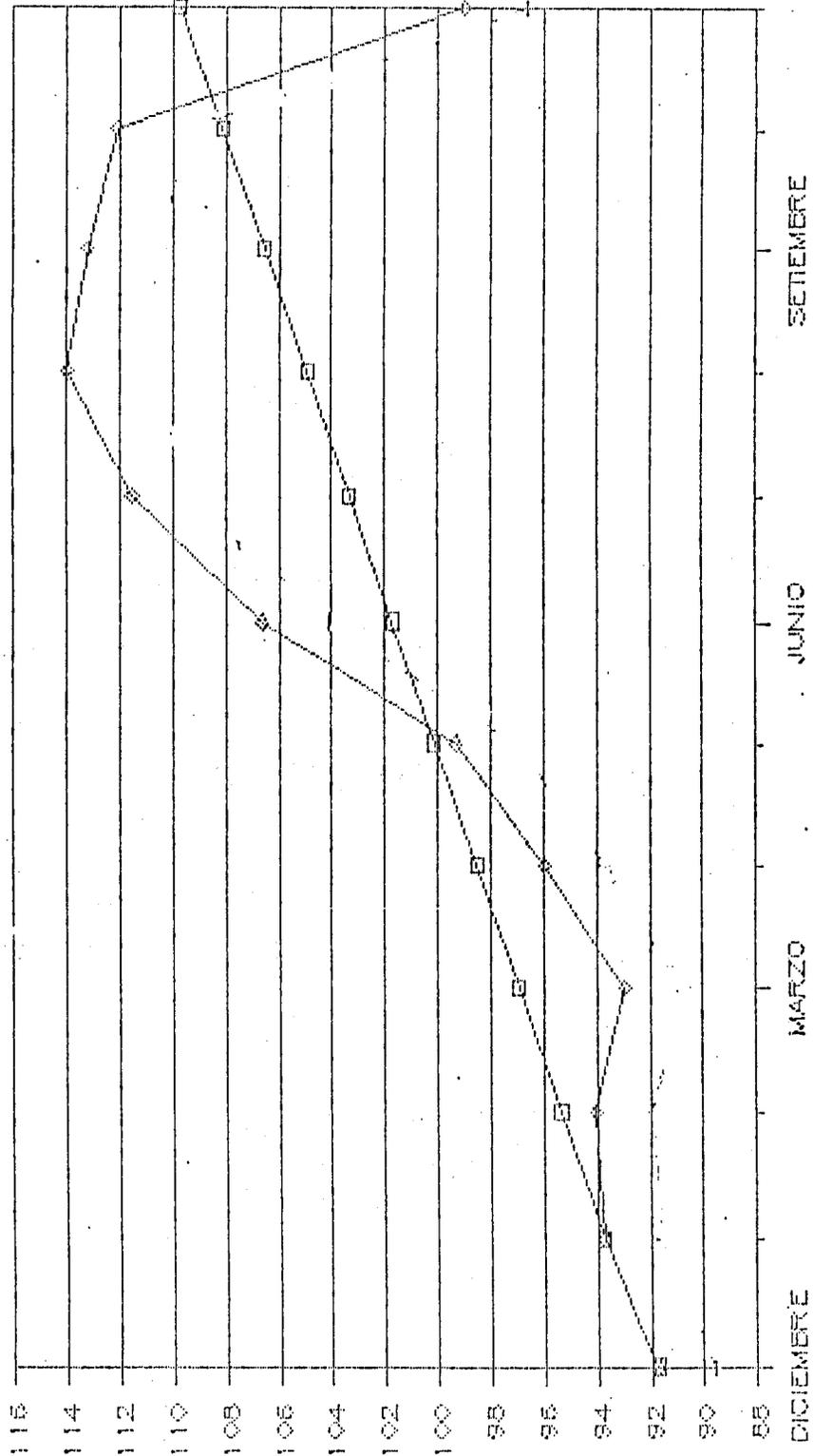
Los mercados a término locales e internacionales brindan oportunidades para que las diferentes firmas que operan en el comercio de granos puedan mejorar su desempeño mediante su utilización, para la determinación y selección de los precios de venta (compra), para la cobertura de los riesgos, para reducir las necesidades de capital de trabajo, para facilitar el acceso al financiamiento, etc.; dichas ventajas pueden ayudar a las firmas a concentrar sus esfuerzos y dedicación a sus objetivos primarios (producir, comercializar, procesar), de manera de contribuir a maximizar sus beneficios.

FIGURA 5. VARIACIONES ANUALES EN LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS PRIMARIOS



FUENTE : BANCO MUNDIAL

FIGURA 6. VARIACION ESTACIONAL DE LOS PRECIOS DEL TRIGO EN EL MERCADO INTERNO DE ARGENTINA Y CARRYING CHARGES . PROMEDIO 1980-88
(en Australes constantes de junio de 1988)



Fuente: Elaboración de datos de JNG e INDEC de Argentina

Notas: Precios deflacionados con el Índice de Precios Mayoristas

Los carrying charges incluyen intereses y costos de almacenamiento

a) Precios en los mercados a término y del grano disponible. Premios

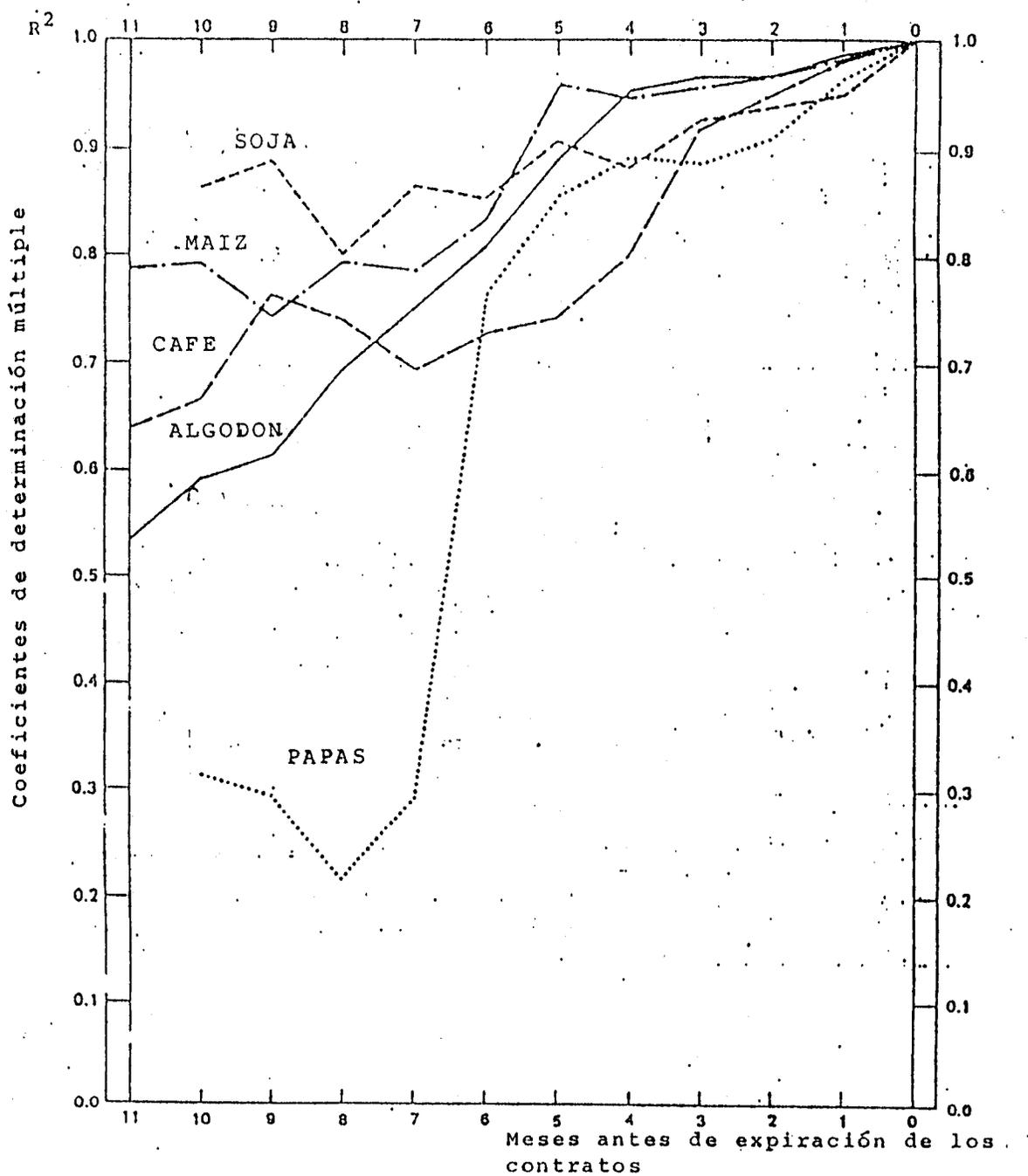
Los participantes en los mercados de granos poseen una amplia gama de alternativas para la comercialización (compra y venta) de los mismos: compraventas en el mercado disponible, coberturas y ventas anticipatorias en los mercados a término, compras y ventas de opciones, arbitrajes, etc. La correcta utilización de dichas variantes puede contribuir a mejorar los resultados, debido a que las relaciones de precios entre mercados proveen elementos de juicio para decidir cuándo y dónde vender o comprar, cuándo o en qué casos conviene efectuar coberturas u opciones, etc.

Existe una relación de precios que es fundamental: el premio (basis), que mide la diferencia entre un determinado precio disponible (cash price) y un precio en el mercado a término (futures price). El precio disponible corresponde a una calidad especificada, que puede coincidir o no con las correspondientes a los contratos a término (de calidades estandarizadas y lugares de entrega preestablecidos). De este modo se pueden determinar diferentes premios para los granos en el interior de Estados Unidos, para los granos puestos en condiciones FOB en los puertos de Argentina, en los puertos de Brasil u otros países de América Latina, para los granos en condiciones FAS en dichos países, etc., siempre que los granos considerados tengan calidades similares (comparables) a las especificadas en los contratos a término.

Los mercados de futuros de granos brindan a los participantes que operan con disponible (productores, acopiadores, procesadores, exportadores, etc.) la infraestructura requerida para establecer, en condiciones de competencia, los precios de los granos para las entregas futuras. Los precios así generados se diseminan inmediatamente en Estados Unidos y el resto del mundo por lo que sirven como indicadores para las transacciones de los granos, tanto a nivel nacional como internacional. Muchos autores señalan que la formación de los precios en los mercados a término, en condiciones de alta competencia, transparencia, buen acceso de los participantes de todos los mercados y países y con regulaciones institucionales exigentes, resulta más confiable que la correspondiente a los mercados de disponible.

Existe una estrecha correlación entre los precios del grano disponible (cash) y las cotizaciones del futuro más cercano. Tal como se aprecia en la Figura 7 y el Cuadro 20, los contratos a término de los granos tienen una muy

FIGURA 7. CORRELACION ENTRE LOS PRECIOS DE PRODUCTOS EN EL MERCADO DE DISPONIBLE Y LOS CONTRATOS FUTUROS CER-CANOS



FUENTE: FRY, James and KOFI, Tetteh. Commodity Exchanges and their Impact on the Trade of Developing Countries. UNCTAD, May 1983

CUADRO 20. CORRELACIONES ENTRE LAS COTIZACIONES EN LOS MERCADOS A TERMINO Y DE GRANO
DISPONIBLE

EEUU

	RELACIONES ENTRE PRECIOS EN CHICAGO Y DECATUR					Enero 1983	Octubre 1986
	1983	1984	1985	1986	1987	Sept. 1986	Junio 1988
PELLET DE SOJA							
1. Coeficientes de correlación							
-niveles disponible-futuros	0,99	0,89	0,65	0,98	0,99	0,97	0,99
-primeras diferencias disponible-futuros	0,90	0,64	0,72	0,88	0,95	0,85	0,93
2. % reducción riesgo cobertura	86,9	49,7	24,5	75,1	83,8	77,5	86,5
ACEITE DE SOJA							
1. Coeficientes de correlación							
-niveles disponible-futuros	0,97	0,95	0,99	0,93	0,99	0,99	0,99
-primeras diferencias disponible-futuros	0,94	0,81	0,97	0,96	0,96	0,91	0,96
2. % reducción riesgo cobertura	75,4	68,3	86,7	47,9	91,0	82,5	91,7

FUENTE: Datos elaborados por el C.B.O.T. 1988 (comunicación personal)

ARGENTINA

	TRIGO Kansas-FOB	MAIZ Bs.As.-Chicago	SOJA Chicago-FOB Bs.As.
COEFICIENTES DE CORRELACION R²			
1970 - 1979	0,97	0,88	S/D
1980 - 1988	0,81	0,76	0,91

FUENTE: Elaboración de datos de la Junta Nacional de Granos.

NOTA: Contratos cercanos de los mercados de futuros y disponible para los precios FOB.

Cuadro 20 bis. COMPARACION DE LOS PRONOSTICOS (RANKING) DE PRECIOS DE DIVERSOS MODELOS ECONOMETRICOS Y DE LOS MERCADOS DE FUTUROS EN EEUU. ENTRE DIC. 1976 Y DIC. 1978

		MERCADOS	MODELOS		ECONOMETRICOS		
		FUTUROS	CHASE	DOANES	DRI	WHARTON	USDA
TRIGO	1	4,5	2	3	6	1	4,5
	2	2	1	4	6	3	5
	3	1	2	3	6	4	5
	4	2	1	3	5	4	S/D
MAIZ	1	3	4	5	2	1	6
	2	4	3	5	2	1	6
	3	6	4,5	4,5	3	2	1
	4	1	5	3	2	4	S/D
SOJA	1	1	5	2	3	4	6
	2	3	4	2	5	6	6
	3	2	4	5	3	6	1
	4	1	4	2	3	5	S/D
AC.SOJA	1	1	2	S/D	5	3	4
	2	1	5	S/D	4	3	2
	3	2	5	S/D	4	1	3
	4	2	4	S/D	3	1	S/D
PEL.SOJA	1	3	1	S/D	4	5	2
	2	3	1	S/D	4	5	2
	3	3	4	S/D	2	5	1
	4	1	4	S/D	2	3	0

FUENTE: JUST, R and RAUSSER, G. "Commodity Price Forecasting with Large-Scale Econometric Models and the Futures Markets". 1981 American Agricultural Economics Association

alta correlación con los precios del disponible, medida mediante coeficientes de correlación (R^2), mayor que otros productos negociados en las Bolsas; de modo que los precios de los mercados futuros de granos de Estados Unidos son altamente confiables para predecir los precios del disponible.

Asimismo Just and Rauser (1981) compararon la precisión de los mercados a término y de los modelos econométricos como pronosticadores de los precios disponibles en Estados Unidos, concluyendo que en algunos productos (pellets y aceite de soja) resultaron mejores en tanto en otros (trigo, soja) fueron similares.

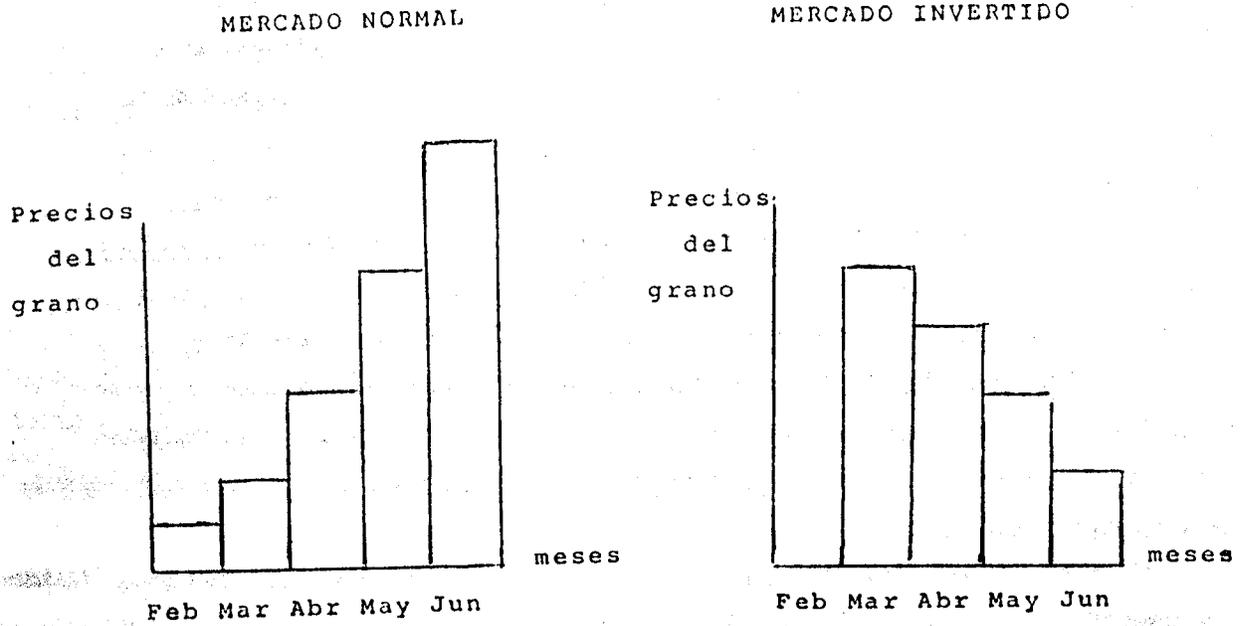
En forma similar a lo que acontece en el interior de Estados Unidos, las transacciones internacionales se realizan tomando como referencia --en la mayor parte de los casos-- las cotizaciones de los mercados a término de ese país. La importancia de Estados Unidos en el comercio mundial y la estrecha relación existente entre los mercados de todo el mundo contribuyen así a determinar un sistema de precios cuyo común denominador son las cotizaciones de Chicago y Kansas.

Asimismo los precios en los mercados a término de Estados Unidos responden en forma casi instantánea a los cambios en las condiciones de oferta y demanda mundial (entendidas en su amplia concepción, que incorpora a los factores endógenos --fundamentales-- y exógenos que influyen sobre dichas variables); de modo que puede afirmarse que las cotizaciones en estos mercados sintetizan la información disponible en cada momento respecto del mercado de granos y sus factores condicionantes a nivel mundial.

Los precios futuros difieren para los distintos meses de entrega principalmente para los costos de almacenamiento o "carrying charges" en los que se incurre para mantener almacenado el grano de un mes a otro; ellos incluyen, en principio, la tarifa de almacenaje, el interés del capital inmovilizado, los seguros, otros gastos de conservación y las mermas. Por ello normalmente los precios futuros crecen en forma de escalera durante el mismo ciclo comercial (Figura 8).

De acuerdo a la "teoría del precio del almacenamiento" (Working, 1949) la diferencia entre dos precios negociados simultáneamente para diferentes meses de entrega de todo producto almacenable (llamada precio de mercado del almacenamiento) está relacionada directamente con las existencias de dicho

FIGURA 8. RELACIONES ENTRE LOS PRECIOS DEL GRANO DISPONIBLE Y LOS FUTUROS EN MERCADOS NORMALES E INVERTIDOS



producto. Si la oferta de granos es abundante, el precio de mercado del almacenamiento deberá aproximarse a sus costos totales; en consecuencia, los que efectúan coberturas vendedoras, "arbitrage hedgers", podrán asegurarse un retorno por el almacenamiento que cubra dichos costos, incentivándose a almacenar la oferta excedente. En cambio si la oferta es escasa, el precio de mercado del almacenamiento no cubrirá los costos totales del mismo y frecuentemente será negativo; en esta situación, quien efectúe una cobertura vendedora no cubrirá sus costos totales, por lo que se desincentivará el mantenimiento de existencias. El nivel del disuasivo dependerá de las cantidades de grano disponible en relación al demandado. En consecuencia, los precios futuros para los diferentes meses de entrega no se determinan en forma independiente, por lo que deben considerarse vinculados entre sí (Peck, 1982).

En el Cuadro 21 se indican los precios vigentes para distintos granos y contratos en un momento dado en el mercado de Chicago y los precios de mercado para el almacenamiento entre meses de entrega sucesivos (implícitos en los anteriores).

En algunos casos los precios permiten cubrir (al menos parcialmente) los carrying-charges, tal es el caso correspondiente al maíz en septiembre y diciembre; pero ello no ocurre siempre e inclusive en determinadas circunstancias los precios de mercado del almacenamiento son negativos, tal como ocurre para soja en agosto y septiembre, definiendo mercados invertidos. En estos casos, como consecuencia de una gran demanda inmediata o de la falta de disponibilidad de grano, o de la expectativa de un aumento en la oferta futura por ingreso de la cosecha, el mercado incentiva a los propietarios de granos a vender en forma inmediata. Los retornos negativos para el almacenamiento ocurren en forma estacional, o temporariamente en años de escasez de oferta, y el nivel que pueden alcanzar no se puede precisar, a diferencia de los mercados normales en los cuales los carrying-charges determinan los límites de las diferencias. Con dichas informaciones diversos autores (Working, 1977; Gray and Peck, 1981) han determinado curvas de oferta de almacenaje relacionando las diferencias de precios entre contratos futuros y los stocks (Figuras 9 y 10). A partir de la observación de las figuras puede decirse que la teoría del precio de almacenamiento permite verificar que las estrategias de compra de futuros en el término no resultarán de mayor costo

CUADRO 21. PRECIOS DE FUTUROS PARA MAIZ Y SOJA Y PRECIOS DE MERCADO
PARA EL ALMACENAMIENTO AL 9-7-87 EN EL MERCADO DE CHICAGO

MESES DE ENTREGA	MAIZ		SOJA	
	Precios del grano	Precios del almacenam.	Precios del grano	Precios del almacenamiento
Julio	65,35		200,62	
Agosto	-		197,68	- 2,94
Setiembre	67,71	+ 1,18	195,85	- 1,83
Noviembre			196,95	+ 0,55
Diciembre	70,67	+ 0,99	-	

FUENTE: Elaboración de datos de la JNG correspondientes a las cotizaciones en el mercado de Chicago.

NOTA: Los precios del almacenamiento se calculan restando las cotizaciones de los contratos sucesivos y dividiendo por el número de meses existentes entre ambos.

FIGURA 9. PRECIOS DEL ALMACENAMIENTO Y STOCKS DE TRIGO EN CHICAGO, JULIO-SEPTIEMBRE

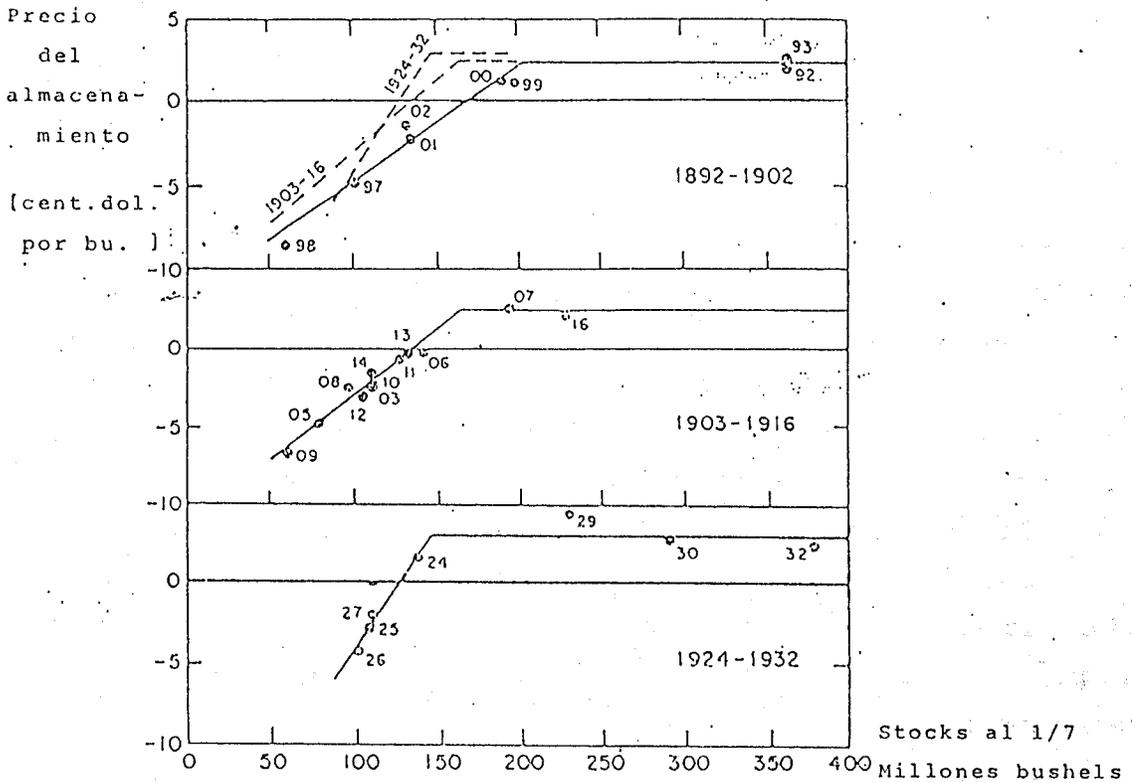
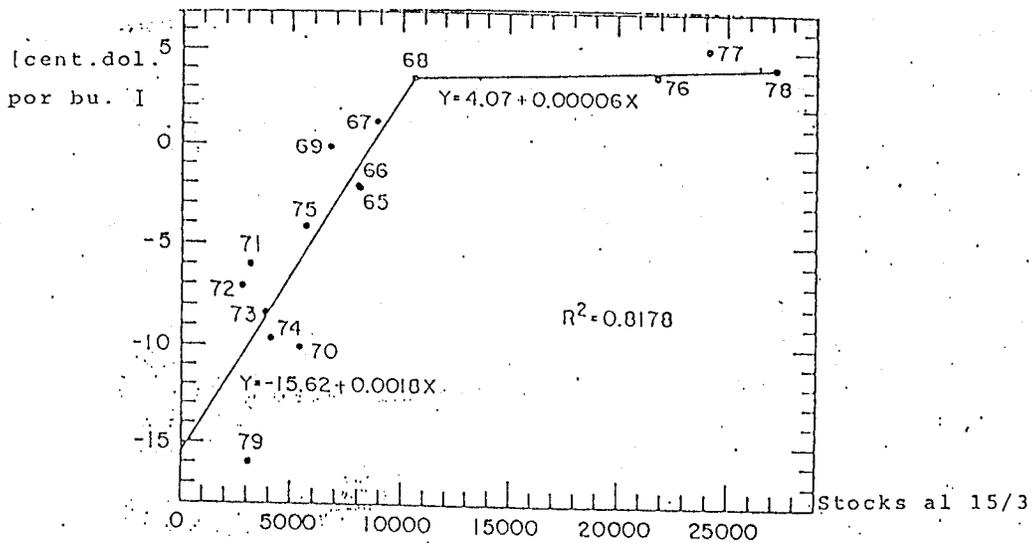


FIGURA 10. PRECIOS DEL ALMACENAMIENTO Y STOCKS DE TRIGO EN CHICAGO, JULIO-MARZO



FUENTE: GRAY, Roger and PECK, Anne. The Chicago Wheat Futures Market: Recent Problems in Historical Perspective F.R.I.S. 1981

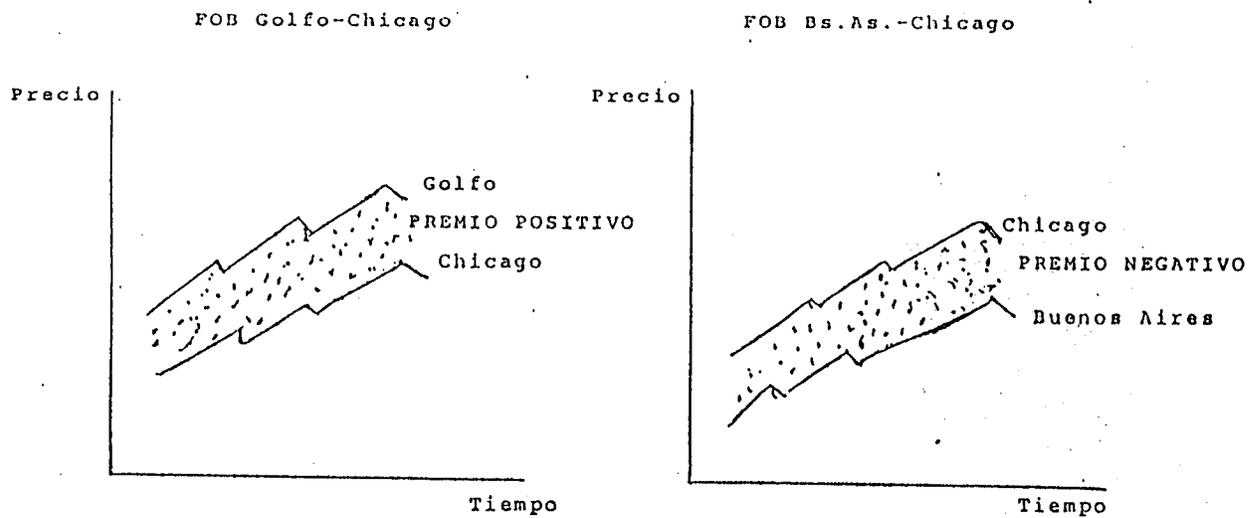
que la alternativa de compra del grano y su almacenamiento (dado el techo fijado por el mercado) y en muchos casos pueden resultar de menores costos, dependiendo del nivel de los carrying-charges o de los carrying-charges invertidos que se registran en el mercado durante el periodo que dura la cobertura.

Los precios del grano disponible en un determinado mercado (por ejemplo, FOB Buenos Aires, FOB Paranagua, FOB Golfo de México, FAS Rosario, etc.) difieren de los precios del disponible correspondientes a los lugares de entrega en los mercados a término de Estados Unidos, debido a que responden a diferentes localizaciones (ver Figura 11) y condiciones de entrega, aunque se trate de calidades similares. Las diferencias en los costos de transporte, en los servicios y márgenes requeridos para poner los granos en condiciones FAS o FOB y la situación de oferta y demanda de granos en cada lugar, generan diversidad de precios. Por ello, los premios (basis) respecto de las cotizaciones en los mercados de futuros, incorporan las diferencias en el tiempo, en la localización, en condiciones de entrega y en la calidad. Ellos pueden ser negativos o positivos.

Los premios cambian en el tiempo debido a que los factores que condicionan los precios en cada lugar de entrega suelen modificarse. Pueden variar los costos del transporte, los carrying-charges, las necesidades de una determinada calidad (mayor porcentaje de proteína o de aceite), los costos de acondicionamiento, los márgenes e impuestos asociados al fobbing y especialmente las condiciones de oferta y demanda de cada localidad. Aún en los casos en los que las localizaciones coinciden (tal es el caso de los precios en Chicago, Buenos Aires y Rosario, donde los lugares de entrega de los contratos futuros coinciden con los correspondientes al grano disponible) puede suceder que no exista una convergencia total entre un precio disponible y el precio de entrega de un contrato futuro. Ello generalmente está asociado a razones técnicas, tales como la especificación de calidades y fechas de entrega (los contratos a término son más rígidos y su cumplimiento depende de la decisión de una de las partes, por lo que el comprador puede no conocer exactamente la calidad del grano que recibirá o la fecha precisa de entrega).

Otro de los cambios típicos en los premios es el correspondiente a la estacionalidad de la oferta de los granos, siendo más marcados cuando los

FIGURA 11. DIFERENCIAS ENTRE LOS PRECIOS AL CONTADO Y
EN EL MERCADO DE FUTUROS DE CHICAGO PARA
DISTINTAS LOCALIZACIONES



stocks son reducidos. Los cambios determinan que en muy pocas oportunidades las coberturas sean perfectas. Si bien en general se supone que los precios en los distintos mercados evolucionan en el mismo sentido, los elementos señalados permiten destacar que ello no acontece siempre; y en algunas circunstancias los precios en un determinado lugar pueden registrar evoluciones opuestas a las registradas en los mercados a término.

b) Coberturas

La existencia de diferencias de tiempo entre los momentos en los cuales las firmas toman las decisiones (de producción, de exportación, de procesamiento) y aquellos en los que las instrumentan, generan riesgos de precios, por lo que las coberturas en los mercados a término (hedges) constituyen herramientas de gran importancia para el manejo de las empresas. Una firma que no efectúa coberturas, especula con los precios del disponible y asume todos los riesgos de precios existentes durante el período de producción, comercialización o procesamiento. Cuanto mayor es la participación en el costo de producción, o en el ingreso, de los insumos o productos que no han sido objeto de coberturas, mayor será el riesgo y el efecto sobre las ganancias. En este sentido resulta claro que los comerciantes de granos, cuya actividad se caracteriza por agregar muy poco valor (pequeños márgenes unitarios) y operar con grandes volúmenes, resultan las firmas más sensibles a los riesgos de precios; similares apreciaciones pueden efectuarse para los procesadores de granos (molinos aceiteros y trigueros) cuyo valor agregado también es relativamente bajo, siendo los granos el principal componente de sus costos. Los fabricantes de productos terminados (galletitas, pan, etc.) y los productores también están sujetos a los riesgos de precios de los granos, pero sus implicancias son menos críticas. En consecuencia, un buen programa de coberturas de riesgos con futuros, constituye un instrumento estratégico para los comerciantes de granos (de hecho, tal como se detalló en el capítulo I, el desarrollo de los Mercados a Término de Estados Unidos a mediados del siglo pasado estuvo asociado al propósito de los comerciantes de reducir los riesgos de precios durante el período que mediaba entre la producción y el consumo de granos).

Efectuar una cobertura (hedging) por parte de una firma que opera en el mercado físico de granos o derivados consiste en tomar una posición en un

mercado a término (contrato futuro) aproximadamente igual pero opuesta a una posición existente o que se prevé tomar en una fecha futura en el mercado físico de contado, es decir que implica el uso de un contrato futuro como sustituto temporario de una transacción prevista para el futuro en el mercado de grano disponible (Rinehimer, 1984). Con el hedge el riesgo absoluto de precios es transferido, al menos parcialmente, a un especulador del Mercado a Término, quien espera tener ganancias derivadas de las variaciones (favorables) en los precios del bien transado; este último participante es el que otorga la liquidez y continuidad requeridas para que las coberturas puedan realizarse eficientemente.

Los comerciantes de granos (y en forma similar el resto de los operadores del sistema comercial) compran, venden, almacenan granos, cuyos precios pueden cambiar y afectar sus negocios y sus beneficios; por ello intentan cubrir en forma simultánea toda venta con una compra (o viceversa). En la práctica, resulta muy difícil alcanzar este propósito en el mercado físico, por lo que los mercados a término, en los cuales se comercializan grandes volúmenes en forma continua, se emplean temporariamente para viabilizar estas modalidades comerciales tendientes a reducir los riesgos.

Existen diversas alternativas de utilización de los mercados a término para la realización de coberturas. La cobertura vendedora o "short" (selling hedge, arbitrage hedging) implica poseer o comprar grano al contado y simultáneamente (o subsecuentemente) vender una cantidad equivalente en un mercado de futuros. El caso típico es el correspondiente a un productor o comerciante (acopiador, exportador) que pretende la cobertura del riesgo de sus inventarios, es decir cuyo propósito es proteger el valor del grano que almacena durante unos meses y obtener una retribución por el almacenamiento. También puede asimilarse al caso de las compras que efectúa un organismo oficial durante el período de cosecha (por ejemplo, las compras de trigo por parte de la Junta Nacional de Granos de Argentina) y que a esa fecha no tienen una contrapartida de ventas al exterior o al mercado interno, por lo que están sujetas a las variaciones de precios.

En forma simplificada se puede señalar que si la firma efectuó una cobertura "short" y el precio declina posteriormente, en el momento de venta del grano en el mercado de disponible, la pérdida se compensa con una ganancia

en el mercado a término, al cancelar (comprar) la posición vendedora en este mercado. Como contrapartida, si el precio del disponible subiera, se perdería esta ganancia en la operación en el mercado a término. Así por ejemplo, un acopiador argentino que adquiere 100 toneladas de maíz el 10 de marzo de 1989 a un precio equivalente a 121 dólares/tn. FOB, decide cubrirse de futuras disminuciones en el precio del grano disponible; para ello vende el mismo día en Chicago contrato mayo una cantidad equivalente a 110 dólares/tn. Al mes siguiente los precios han caído y decide vender el grano a un exportador, que le paga un precio equivalente a 117.50 dólares/tn., por lo que en la operación del grano disponible perdió 3.5 dólares/tn., simultáneamente compra (cancela) su posición en Chicago a 104.9 dólares/tn., por lo que obtiene aquí una ganancia bruta de 5.1 dólares/tn. Los resultados de ambas operaciones se detallan a continuación:

<u>Premio</u>	<u>Fecha</u>	<u>Mercado disponible</u>	<u>Mercado a término</u>
+11 dólar/tn.	10-3-89	Compra 100 tn. de maíz a 121 dólar/tn.	Venta 100 tn. de maíz contrato mayo a 110 dólar/tn.
+12.6 dólar/tn.	10-4-89	Venta 100 tn. de maíz a 117.5 dólar/tn.	Compra 100 tn. de maíz contrato mayo a 104.9 dólar/tn.
+1.6 dólar/tn.	Resultado	Pérdida: 3.5 Dólar/tn.	Ganancia: 5.1 dólar/tn
	Resultado Neto	Ganancia de 1.6 dólar/tn. (menos los gastos del mercado a término)	

En este caso la operación de hedge evitó la pérdida registrada en el mercado disponible, en virtud de que ambos mercados evolucionaron en el mismo sentido; e inclusive generó una ganancia, debido a que los precios en Chicago cayeron más que en Argentina (la reducida oferta de maíz en el mercado argentino y la activa competencia de la demanda suavizaron --no incorporaron totalmente-- la caída de los precios en Chicago, mejorando el premio del grano argentino). Asimismo la diferencia absoluta en el precio disponible (-3.5 dólares/tn.) resultó inferior a la variación en el premio (+1.6 dólares/tn.) disminuyendo con la cobertura el riesgo de precio.

La cobertura compradora o "long" (buying hedge, operational hedging) consiste en la venta de grano o derivados y simultáneamente la compra de una cantidad equivalente en el mercado de futuros, con el propósito de protegerse de los eventuales aumentos de precios durante el período en que se adquiere el grano en el mercado al contado. Las coberturas operativas (long) involucran típicamente a los exportadores y a los procesadores de granos y, por ello, resultarían las de mayor importancia para el presente estudio. Un ejemplo típico corresponde a una operación de venta al exterior de 50.000 tn. de soja argentina para embarque en junio: en el momento de la venta el exportador no posee el grano, por lo que la falta de cobertura implicaría asumir todos los riesgos de los posibles incrementos de precios. En lugar de ello, simultáneamente con la venta del grano, compra un volumen equivalente en el Mercado de Chicago del contrato julio (el que normalmente se emplea como base de cálculo de los premios para los embarques de junio). Así el 10 de marzo de 1988 concierta la venta del grano para embarque junio al precio FOB vigente de 214 dólares/tn. y compra en Chicago a 227.3 dólares/tn. el contrato julio. En los meses siguientes los mercados internacionales registraron marcadas alzas, como consecuencia de la sequía que afectó a las principales zonas productoras de Estados Unidos, lo que también se reflejó en los precios FOB puertos argentinos. Cuando ingresa masivamente la producción argentina en el mes de mayo el exportador compra en el mercado la soja al precio FOB vigente de 244 dólares/tn. y cancela (vende) su posición en Chicago a 263.5 dólares/tn. Los resultados de ambas operaciones se detallan a continuación.

<u>Fecha</u>	<u>Mercado físico</u>	<u>Mercado a Término</u>	<u>Premio</u>
10-3-88	Venta 50 mil tn. de soja embarque junio a 214 dólar/tn	Compra en Chicago 50 mil tn. de soja contrato julio a 227.3 dólar/tn	-13.3 dólar/tn
10-5-88	Compra 50 mil tn. de soja embarque junio a 244 dólar/tn	Venta en Chicago de 50 mil tn. de soja contrato julio a 263.5 dólar/tn	-19.5 dólar/tn

Resultado Neto: Ganancia de 6.2 dólar/tn (menos los gastos del mercado a término)

En este caso la cobertura en el Mercado a Término evitó la pérdida registrada en el mercado FOB argentino, en virtud de que los precios de este mercado evolucionaron en el mismo sentido que los correspondientes a Chicago y generó una ganancia de 6.2 dólares/tn., debido a que los premios cayeron en los puertos argentinos (la sequía afectó a Estados Unidos por lo que la escasez relativa fue mayor en ese país). La diferencia absoluta de precios FOB (-30 dólares/tn.) fue mayor a la variación en el premio (-6.2 dólares/tn.), por lo que la cobertura implicó una reducción del riesgo.

El ejemplo dado corresponde a una de las variantes de exportación, en la que el exportador vende FOB a destino y compra el grano posteriormente también en el mercado FOB (operación frecuentemente efectuada por las grandes firmas exportadoras). Alternativamente el exportador argentino podría intentar originar en el mercado local, por lo que el precio de compra del grano a considerar debería ser el correspondiente al disponible en condiciones FAS (precio en la Bolsa de Cereales local --Buenos Aires, Rosario--), el que luego debe ser llevado a condiciones FOB adicionando los costos de embarque (fobbing) y transformándolo de acuerdo al tipo de cambio vigente. En el ejemplo señalado, el precio FOB calculado a partir del FAS el 10 de mayo de 1988 era de 241.8 dólares/tn.; en este caso la operación tendría una ganancia adicional de 2.2 dólares/tn. debido a que el precio efectivo de compra sería menor al vigente en el mercado FOB.

Un razonamiento similar cabe para una fábrica procesadora de soja que compromete la venta futura de aceite y pellets, sin disponer aún del grano requerido para su elaboración. Con una cobertura compradora simple puede intentar mantener su margen de molienda en la magnitud vigente al concertar el negocio de venta de los subproductos. Así por ejemplo, en agosto una fábrica vende para entregar en octubre 1.620 toneladas de pellets de soja y 360 toneladas de aceite a 192.5 y 360 dólares/tn. respectivamente, con lo que pretende obtener un margen de molienda de 17 dólares/tn. ya que el precio al que espera comprar el grano es 203.7 dólares/tn., y el ingreso correspondiente a la molienda de 1 tonelada de soja (18% de rendimiento en aceite y 81% de rendimiento en pellet) totaliza 220.7 dólares/tn. A dicha fecha no dispone del grano, por lo que se cubre de un eventual aumento de precio, comprando 2.000 tn. de grano en Chicago, contrato noviembre, a 211.3 dólares/tn. En septiembre

adquiere el grano en el mercado disponible a 214.7 dólares/tn. y simultáneamente cancela (vende) su posición en Chicago a 220.2 dólares.

Los resultados de ambas operaciones son:

<u>FECHA</u>	<u>MERCADO DISPONIBLE</u>	<u>MERCADO A TERMINO</u>	<u>PREMIO</u>
Agosto/87	Espera adquirir 2000 tn soja a 203.7 dólar/tn	Compra en Chicago 2000 tn soja cto. dic. a 211.3	-7.6 dólar/tn
Sept./87	Compra 2000 Tn soja a 214.7 dólar/tn	Vende en Chicago 2000 tn soja dic. a 220.2 dólar/tn	+5.5 dólar/tn
Resultado	Pérdida 11 dólar/tn en total 22.000 Dól	Ganancia 8.9 dólar/tn en total 17.800 Dól	Cambio -2.1 dólar/tn
Resultado Neto	Pérdida de 2.1 dólar/tn en total 4.200 dólar.	Margen de molienda	14.9 dólar/tn

De esta manera la cobertura long en Chicago le permitió reducir parcialmente una pérdida eventual de 11 dólares/tn. a 2.1 dólares/tn.; el cambio en el premio resultó sustancialmente menor al aumento de precio, dado que ambas cotizaciones (cash y futura) evolucionaron en el mismo sentido. La falta de paralelismo total implicó que el margen de molienda se redujera a 14.9 dólares/tn.

En el caso de la molienda de soja una firma puede efectuar coberturas combinadas, que involucran la compra de grano de soja en el mercado a término y la venta de aceite y pellets en dicho mercado. En base a los precios vigentes en el mercado a término de Chicago para los tres productos se puede calcular diariamente un margen de molienda potencial y elegir un momento dado para efectuar una cobertura triple, previa a la efectiva compra del grano y la venta de los productos elaborados en el mercado disponible. Así, en el ejemplo anterior, la fábrica de aceite en agosto de 1987 podría haber efectuado la cobertura long del grano de acuerdo a los descrito en 3.7 con el propósito de evitar riesgos de aumentos de precios; pero al mismo tiempo podría haber vendido en Chicago 360 toneladas de aceite y 1.620 toneladas de pellets de soja, ambos del contrato diciembre, a los precios vigentes (382.5 dólares/tn. de aceite y 196.9 dólares/tn. de pellet), efectuando coberturas short con el

propósito de evitar las eventuales caídas en los precios de los productos elaborados. La cobertura long es la detallada en el punto 3.7 en tanto que a continuación se indica el resto de las coberturas y sus resultados:

<u>FECHA</u>	<u>MERCADO DISPONIBLE</u>	<u>MERCADO A TERMINO</u>	<u>PREMIO</u>
Agosto/87	Espera vender 360 tn aceite en oct. a 360 dólar/tn	Vende en Chicago 360 tn aceite contr.dic.a 382.5 dólar/tn	-22.5 dólar/tn
Octubre/87	Vende 360 tn aceite a 416.3 dólar/tn	Compra en Chicago 360 tn aceite a 438.8 dólar/tn	-22.5 dólar/tn
Resultado	Ganancia 56.3 dólar/tn en total 20.268 dólar.	Pérdida 56.3 dólar/tn en total 20.268 dólar.	Sin Camb.
Agosto/87	Espera vender 1620 tn pellets en oct. a 192.5 dólar/tn	Vende 1620 tn pellet en Chicago contr.dic. a 196.9 dólar/tn	-4.4 dólar/tn
Octubre/87	Vende 1620 tn de pellets a 209 dl/tn	Compra 1620 tn de pellets en Chicago Contr.dic.a 211.2 dl/tn	-2.2 dólar/tn
Resultado	Ganancia 16.5 dl/tn en total 26.730 dólar.	Pérdida 14.3 dólar/tn en total 23.166 dólar.	+2.2 dólar/tn
Resultado	Pérdida de 0.3 dl/tn grano (636/2000)	Margen de molienda	16.7 dólar/tn
TOTAL	636 dólar. en total (26.730-23.166-4200)		

El resultado de las operaciones en los mercados de disponible a término implicó una reducción del margen de una molienda esperado de 17 dólares/tn. a 16.7 dólares/tn., por lo que para las 2000 tn procesadas el margen total fue de 33.400 dólares, de acuerdo al siguiente balance:

a) Operaciones con granos y productos disponibles

	<u>Miles dólares</u>
Venta de 1620 Tn de Pellets a 209 Dl/Tn	338.6
Venta de 360 Tn de Aceite a 416.3 Dl/Tn	149.9
Compra de 2000 Tn de grano a 214.7 Dl/Tn	-429.4
Margen comercial	+ 59.1

b)	Operaciones en el mercado a término		
	Grano	Ganancia de 8.9 dl/Tn 2000 Tn	17.8
	Aceite	Pérdida de 56.3 dl/Tn 360 Tn	-20.3
	Pellet	Pérdida de 14.3 dl/Tn 1620 Tn	-23.2
			<u>-25.7</u>
c)	Margen total		33.4

Es decir que en este ejemplo con las coberturas se alcanzó un margen muy parecido al esperado inicialmente, disminuyendo sensiblemente el riesgo eventual de precios. Nótese además que en este caso la no utilización de coberturas hubiera implicado un margen mayor, debido a que las variaciones de precios en los mercados de grano y productos elaborados disponibles tendieron a incrementar los márgenes de molienda.

c) Coberturas anticipatorias

Otra variante de utilización de los mercados a término son las coberturas anticipatorias (anticipatory hedging), que consisten en la venta (compra) de contratos futuros en anticipación a una venta (o compra) de granos o derivados en el mercado disponible. La mayor parte de las coberturas que efectúan los productores previo a la cosecha de sus granos, algunas ventas anticipadas de los exportadores de granos, parte de las ventas y compras de los procesadores de granos y una porción sustancial del uso potencial de las coberturas por parte de los importadores corresponden a esta alternativa. Conceptualmente las coberturas anticipatorias difieren de las detalladas previamente, debido a que su principal propósito es de carácter especulativo: se elige un determinado(s) momento(s) para efectuar la venta o compra, en base a un juicio acerca del nivel de precios vigente en el mercado a término, independientemente de la concertación del negocio. Se trata de una decisión tendiente principalmente a fijar un precio considerado bueno, en función de un análisis previo del mercado o de algún criterio de operación comercial; es decir, una decisión similar a la que toman los especuladores en los mercados a término. Por ello, la reducción en el riesgo en la cobertura anticipatoria no tiene el alcance equivalente a las coberturas operacionales o las de arbitraje, dado que no es cuantificable en forma similar; en este caso se puede pensar en que se reducen los riesgos porque en un momento dado se puede asegurar un precio para una venta o una compra que no ocurrirá inmediatamente.

Al planificar los cultivos a realizar un productor utiliza un conjunto de precios esperados para cada uno de los granos o productos considerados. Como guía para la determinación de los precios puede utilizar los vigentes en los mercados a término para la próxima campaña (adicionando o sustrayendo los premios correspondientes a su situación particular). Tomada la decisión de producción puede intentar asegurar dichos valores (al menos un porcentaje de la cosecha esperada), reduciendo así el riesgo de eventuales declinaciones de precios durante el ciclo productivo. Para ello puede concertar ventas para entrega futura (forward contracts), o ventas en los mercados a término (future contracts). Ambas alternativas presentan ventajas y limitaciones, pero pueden ser empleadas en forma complementarias para optimizar las estrategias comerciales de las firmas (Nelson, 1985), especialmente teniendo en cuenta que en muchos casos no es posible concertar ventas futuras y si ventas en el término, que constituyen una alternativa continua, más líquida y con la garantía de cumplimiento otorgada por una organización institucional (Clearing House, Mercado a Término) lo que no acontece con las ventas para entrega futura que adicionan el riesgo de incumplimientos (Paul, Heifner, Gordon, 1985).^{19/} En la práctica la cobertura anticipatoria de un productor consiste en una operación similar a la cobertura vendedora en la cual en un momento dado vende un volumen de grano en el mercado a término de un contrato cercano a la fecha en que efectivamente espera vender el grano disponible. Luego, a la fecha de venta, cancela (compra) el contrato en el término; de este modo reduce el impacto de las eventuales caídas, pero perdiendo las posibilidades de mayores ganancias si los precios subieran. Normalmente los contratos a término se cancelan sin entregar la mercadería, ya que sus especificaciones no siempre coinciden con las características del grano que dispone el productor y por las restricciones logísticas (el día y lugar de entrega pueden no resultar de interés para el productor); pero en algunos casos la evolución de los precios disponibles difiere de la correspondiente al mercado a término (cambió el premio) haciendo más atractiva la entrega física.

Teniendo en cuenta que las ventas que realizan los productores son en condiciones FAS, por lo que se plantean mayores riesgos en los premios respecto de las cotizaciones en Chicago, estos operadores generalmente prefieren emplear los mercados a término locales.

Las coberturas anticipatorias constituyen alternativas de sumo interés para organismos y firmas exportadoras que sistemáticamente adquieren granos en el mercado local (Junta Nacional de Granos de Argentina, cooperativas, exportadores, Australian Wheat Board), que posteriormente exportarán. El seguimiento sistemático de los mercados por parte de las organizaciones les permite evaluar la conveniencia de concertar ventas en momentos en que aún no disponen del grano o bien disponen del mismo pero no se hacen presente los compradores. Así por ejemplo una cooperativa de 2º grado sabe de antemano que en cada campaña debe exportar 300.000 toneladas de maíz durante los meses de abril/mayo/junio y en el mes de enero de 1989 encuentra que resulta conveniente vender, porque prevé caídas en los precios; dado que en ese momento no se presentan sus compradores habituales de Japón y la Unión Soviética, el 10 de enero de 1989 decide la venta en el Mercado a Término de Chicago de 200.000 toneladas del contrato mayo, a 116.2 dólares/tn. (en ese momento el premio del maíz argentino es de +6.8 dólares/tn. sobre Chicago mayo, es decir que el precio FOB para los embarques abril/mayo/junio es de 123 dólares/tn.). El 10 de abril de 1989 concerta la venta de 200.000 toneladas a las cooperativas japonesas al precio FOB vigente de 117.50 dólares/tn. y cancela (compra) su posición en el Mercado a Término de Chicago a 104.9 dólares/tn. El resultado es el siguiente:

- a) Venta sin cobertura anticipatoria 117.5 dólares/tn.
- b) Venta con cobertura anticipatoria: 117.5 dólares/tn. + Ganancia en el mercado a término
 $117.5 \text{ dólares/tn.} + (116.2 \text{ dólares/tn.} - 104.9 \text{ dólares/tn.} - \text{Gastos mercado a término}) = 128.8 \text{ dólares/tn.} - \text{Gastos del mercado a término.}$

En este caso el precio de venta del maíz para la cooperativa fue incrementado de 117.5 a 128.8 dólares/tn., porque la venta anticipada del maíz en Chicago permitió evitar la caída en los precios FOB (de 123 a 117.5 dólares/tn.) y ganar el aumento del premio del maíz argentino (de +6.8 a +12.6 dólares/tn.). Nótese que en este caso el precio cayó 5.5 dólares/tn. y el premio aumentó 5.8 dólares/tn.; desde el punto de vista del riesgo de la

variación del premio fue mayor a la del precio, es decir no se redujo el riesgo con la cobertura, pero la variación fue en el sentido favorable.

Las ventajas de este tipo de coberturas han sido mencionadas por algunas analistas para fundamentar la utilización de los mercados a término de Estados Unidos por parte de la Junta Australiana de Trigo (Sheales and Tomek, 1987).

Diversos autores han destacado la utilidad de las coberturas anticipatorias para las compras de granos de los países en desarrollo importantes (Peck, 1982; Edwards, 1983). La utilización de los mercados a término implica mejorar los niveles de información en estos países, pero además les otorga flexibilidad para la fijación de los precios cuando lo estiman oportuno, les permite reducir riesgos, contribuye a precisar en forma anticipada los requerimientos de divisas y reduce las necesidades de almacenar por períodos prolongados. La flexibilidad en la selección de los momentos de compra puede permitir, en principio, disminuir los precios medios de compra (el ejemplo inverso al detallado en páginas anteriores); pero dado que los estudios realizados sobre precios futuros los muestran como predictores no sesgados de las eventuales variaciones en los precios del grano disponible (Fry and Kofi, 1983; Just y Rausser, 1981), no se puede probar estadísticamente que la flexibilidad permite obtener ventajas de precios. La mejora depende sólo de la bondad de las especulaciones que se puedan efectuar.

d) Opciones

Por otra parte, productores, procesadores y exportadores de granos pueden reducir sus riesgos mediante la utilización de las opciones de contratos futuros, que también se negocian en las ruedas de los mercados a término de Estados Unidos. En Chicago se pueden negociar opciones de futuros para trigo, maíz, soja, aceite de soja, pellets de soja, así como de otros activos (plata, bonos del Tesoro, etc.); en tanto que en Kansas se negocian opciones para futuros de trigo. Mediante las opciones los compradores adquieren el derecho, pero no la obligación, de comprar (call option) o vender (put option) un determinado contrato a término a un precio especificado (strike price) en cualquier momento durante el período en que dura la opción. Las opciones expiran en el mes inmediato anterior al del respectivo contrato, que se utiliza para denominar a la opción (por ejemplo una opción para el contrato noviembre de soja expirará en octubre). En un determinado momento en el

mercado se negocian opciones para diferentes precios (strike), fijados en torno de las cotizaciones vigentes para cada contrato en el mercado a término, para cada uno de los meses de entrega del respectivo producto. Así, en enero se pueden negociar opciones de futuros de soja para entregas en marzo, mayo, julio, agosto, septiembre y noviembre; en tanto que los precios especificados para el contrato mayo podrán ser de 5.25 - 5.50 - 5.75 -6.00- 6.25 - 6.50 - 6.75 US/bushel, si el precio de ese contrato es de 6.00 US/bushel (pudiendo variar si las cotizaciones a término cambian).

El comprador de una opción puede, si lo considera conveniente al comparar el precio del mercado con el precio especificado en la opción, ejercitar su derecho de compra o de venta a dicho precio del contrato futuro; para ello paga un "premio" (que se negocia en la rueda, en forma similar a lo que acontece con los futuros) al vendedor o suscriptor de la opción (writer). Este último se compromete a dar cumplimiento a la opción (toma el riesgo involucrado en los cambios eventuales de precios) y como recompensa recibe el premio. Para garantizar el cumplimiento, la Bolsa exige al vendedor el depósito de márgenes que cubran las eventuales variaciones de precios, en forma similar a lo que acontece con los contratos a término, en tanto que el comprador sólo paga el premio y luego no debe depositar márgenes o diferencias.

El comprador de una opción de compra (call) obtiene protección contra futuros aumentos de precios (en forma similar a la cobertura con futuros), pero sin la posibilidad de beneficiarse de caídas en los precios. El comprador de una opción de venta (put) obtiene protección frente a futuras declinaciones en los precios (en forma similar a un hedge o una venta de entrega futura), sin tener la posibilidad de beneficiarse de los eventuales aumentos de precios.

El mercado de opciones de futuros brinda alternativas para cuatro diferentes tipos de estrategias comerciales: i) compra de opciones de compra (call); ii) compra de opciones de venta (put); iii) venta de opciones de compra, y iv) venta de opciones de venta.

La compra de una opción de compra puede ser empleada por un productor (o exportador) que cosechó soja, por ejemplo en mayo, y quiere beneficiarse de un aumento esperado en los meses próximos, pero por restricciones financieras o

de capacidad de almacenamiento (o de demanda de un importador-habitual) se ve obligado a vender inmediatamente el grano. Su alternativa es vender la cosecha (disponer del dinero, el almacenamiento, cumplir con su cliente) en mayo y comprar una opción de compra del contrato septiembre en Chicago. En ese momento el contrato septiembre se cotiza a 6 US/bushel y puede comprar una opción de compra a dicho precio a un premio de 0.15 US/bushel. Si el contrato septiembre subió a 6.50 US/bushel en agosto, en que expira la opción, su opción tendrá un valor intrínseco de 0.50 US/bushel por lo que podrá liquidarla (venderla y obtener un beneficio de 0.35 US/bushel, $(0.50 - 0.15)$); si en agosto la cotización del contrato septiembre fuera 6.05 US/bushel su valor intrínseco sería de 0.05, por lo que la operación implicaría una pérdida de 0.10 US/bushel $(0.05 - 0.15)$; la máxima pérdida sería de 0.15, si el contrato septiembre se cotizara a 6.0 o menos de 6.0 US/bushel al momento de expirar la opción, en cuyo caso no ejercitaría la opción de compra. Esta es una alternativa típicamente especulativa (similar pero opuesta en el tiempo a la cobertura anticipatoria), que le permite a un operador comercial especular con futuros aumentos de precios a un costo máximo negociado como premio.

La compra de una opción de venta a un determinado precio puede ser empleada por un productor que durante el ciclo productivo del cultivo de maíz desea asegurarse como mínimo dicho precio para la venta de su grano a la cosecha, o bien un exportador que pretende fijar anticipadamente un precio mínimo de venta para el período de comercialización, protegiéndose de eventuales caídas de precios, pero pudiendo tomar los beneficios de los futuros incrementos; el costo de dicha operación es el premio de la opción. Por ejemplo en diciembre el productor de maíz (o el exportador) puede adquirir en el mercado a término una opción de venta de maíz contrato mayo a un precio de 2.80 US/bushel, que le cuesta 0.10 US/bushel. En los meses subsiguientes se registra una falta de demanda de los países importadores y el precio del maíz cae en Chicago; en abril el contrato mayo se cotiza a 2.50 US/bushel, por lo que el "put" de 2.80 tiene un valor intrínseco de 0.30 US/bushel. De este modo, el menor precio al que venderá el grano disponible (calculado a partir de un precio en Chicago de 2.50) será compensado parcialmente con la ganancia en la opción; la compensación es parcial, dado que su beneficio será de sólo 0.20 $(0.30 \text{ menos el premio pagado de } 0.10)$. Esta deducción no la hubiera

tenido si hubiera efectuado una cobertura anticipatoria en el mercado a término. Pero, como contrapartida, si el maíz incrementara su precio a 3.10 US/bushel, dejaría expirar la opción, por lo que podría vender su grano a 3.10 US/bushel, siendo su ingreso neto 3.0 dólares, debido al costo de 0.10 del premio de la opción (éste puede considerarse como el costo de haber "asegurado el precio"); si el productor hubiera efectuado una venta futura o una cobertura a 2.80, no tendría el beneficio del incremento en el precio. Además, en una venta de entrega futura si el productor ve reducida su cosecha por un accidente climático, se verá en la dificultad de tener que conseguir el grano para cubrir el compromiso asumido, en tanto que en el caso de las coberturas se requiere el depósito de márgenes, lo que puede plantear restricciones financieras e inclusive dificultades para los productores localizados distantes de los mercados a término.

La venta de una opción de compra generalmente se realiza con el propósito de ganar el premio, ante la expectativa de que los precios no registren un aumento sustancial durante el período de vigencia de la misma, o bien si se esperan declinaciones en los precios. Se especula con que la opción expirará sin ser ejecutada; en este caso el vendedor ganará todo el premio.

La venta de opciones de compra puede estar "cubierta" con mercadería en existencia o puede ser totalmente especulativa (por lo que no está cubierta con grano almacenado). En el primer caso un productor, acopiador o exportador puede tener soja en sus silos y considerar que el precio vigente de 6.0 US/bushel se mantendrá sin mayores cambios en los meses siguientes, por lo que vende una opción de compra de un contrato futuro a un precio de 6.0 US/bushel a un premio de 0.25 US/bushel. Si la opción expira y el precio sigue a 6.0 US/bushel, el comprador no ejecutará, por lo que el vendedor podrá vender su grano a 6.25 US/bushel (6 dólares en el mercado y 0.25 del premio). Alternativamente si la soja aumentara de precio a 6.50 US/bushel, la opción será ejecutada al precio de 6.0 US/bushel, por lo que implicará una pérdida de 0.25 US/bushel, es decir 0.50 US/bushel menos 0.25 US/bushel del premio recibido (vendió su soja a 6.25 en lugar de a 6.50).

Las ventas de opciones de venta las realizan generalmente los especuladores que no esperan declinaciones sustanciales en los precios, o bien

prevén aumentos de las cotizaciones. En estos casos las opciones expirarán sin ser ejecutadas, por lo que el vendedor ganará el premio.

Alternativamente, a un procesador de soja la suscripción (venta) de "puts" le permite generar cierta protección de precios e incrementar sus márgenes de molienda, si los precios se mantienen estables. Si una planta procesadora vende aceite y pellets para entregas dentro de unos meses, sin disponer de existencias de soja, estará expuesta a riesgos de aumentos en los precios durante el período que media entre la venta de los productos elaborados y la compra del grano; si los precios suben su margen declinará, por lo que vendiendo opciones de venta puede intentar protegerse de esta eventualidad. Así puede vender "puts" a 6.00 US/bushel a un premio de 0.30 US/bushel. Si la soja subiera a 6.20 US/bushel, el comprador de la opción no la ejecutaría; la fábrica debería comprar el grano en el mercado disponible a 6.20 US/bushel (lo que implicaría una reducción del margen previsto de molienda, calculado con el grano a 6.0 dólares); como contrapartida gana 0.30 US/bushel de premio, por lo que su resultado final mejoraría en 0.10 US/bushel. El punto de indiferencia estará en 6.30 y aumentos mayores de precios implicarán declinaciones en su margen previsto de molienda, pero compensadas parcialmente por el premio cobrado. Por el contrario, si los precios de la soja declinaran a 5.60 US/bushel, el comprador de la opción de venta la ejercitará, por lo que la fábrica deberá comprarle contratos futuros de soja a 6.0 dólares por bushel, que podrá venderlos en el mercado a sólo 5.60; la pérdida neta en el mercado a término será de 0.10 US/bushel, dado que los 40 cents. de diferencia se cubren parcialmente con el premio de 30 ctvs. Pero, al mismo tiempo, el procesador podrá adquirir el grano en el mercado disponible en base a un precio de 5.60, el que incrementado en la pérdida de 0.10 implicará un precio de compra del grano de 5.70 es decir 30 ctvs. menos al calculado en el momento en que se concretó la venta de los productos elaborados, por lo que su margen efectivo de molienda se incrementará en 0.30 US/bushel. Es decir que cuando los precios no cambian o bajan, el procesador fija su precio de compra a 5.70 dólar/bushel, esto es el precio especificado (strike price) menos el premio.

Los ejemplos para las operaciones con opciones fueron dados en dólares/bushel, debido a que sólo pueden concertarse en los mercados a término

de Estados Unidos (y otros países desarrollados). En las Bolsas de Argentina y Brasil no se negocian opciones; en cambio en los Mercados a Término de Rosario y Buenos Aires se puede operar en futuros en condiciones FAS, en moneda local y en dólares, en tanto que en la Bolsa de San Pablo se opera en moneda local. Dichas circunstancias limitan las posibilidades concretas de que los productores de estos países puedan emplear masivamente las opciones en sus estrategias comerciales; en la práctica sólo un reducido porcentaje de productores modernos de gran tamaño podría operar internacionalmente. De hecho los productores de Estados Unidos también enfrentan problemas de acceso, por lo que utilizan los mercados a término en una muy reducida proporción (Tomak, 1988).

Asimismo, a los efectos de simplificar los análisis se ha tendido a asimilar las cotizaciones de los contratos futuros a las cotizaciones del grano disponible, en el supuesto de que evolucionan en forma paralela.

Pero ello no siempre acontece de ese modo. En efecto, el análisis de las series de precios en Estados Unidos y los países de Latinoamérica permite verificar que en algunas circunstancias se han registrado en Argentina y Brasil evoluciones opuestas a las observadas en los mercados a término de Estados Unidos (ver Cuadros 22, 23 y 24). En la medida en que los mercados corresponden a países competidores o a localizaciones muy diversas o a diferentes países cuyas políticas agrícolas pueden alterarlos en forma diferenciada (tal es el caso de los Mercados FAS o FOB de Argentina y Brasil en relación a los mercados a término de Estados Unidos), los riesgos de cambios en los premios son mayores (ver nuevamente Cuadros 12, 13 y 14). Por ello, las coberturas no tienen el mismo impacto en el interior de Estados Unidos que para el caso de los países de Latinoamérica y el Caribe. En algunos casos las variaciones de precios resultan menores a las variaciones de premios, tal como se aprecia en los Cuadros 25, 26 y 27 para Argentina, por lo que los riesgos de cambios en los premios pueden ser mayores a los asociados a los precios.

CUADRO 22. EVOLUCION DE LOS PRECIOS DEL GRANO DISPONIBLE EN EL MERCADO FOB BUENOS AIRES
 (O PARA ENTREGAS FUTURAS I Y LAS COTIZACIONES DE LOS CONTRATOS FUTUROS RELE-
 VANTES EN LOS DISTINTOS MESES

TRIGO

1985		10/9	10/10	11/11	10/12		10/1	10/2	10/3
FOB BA	E/F/M	93.00	92.00	96.00	114.00	Marzo		101.50	
KANSAS	Marzo	112.25	115.38	121.71	123.74	Marzo	117.58	116.48	123.46
1986		10/9	10/10	10/11	10/12		9/1	10/2	10/3
FOB BA	E/F/M	78.00	83.00	81.00	78.00	Marzo	83.00	93.00	94.00
KANSAS	Marzo	91.49	92.41	93.33	93.61	Marzo	93.15	96.54	103.91
1987		10/9	9/10	10/11	10/12		11/1	10/2	10/3
FOB BA	E/F/M	89.00	94.00	95.00	96.00	Marzo	94.00	103.00	
KANSAS	Marzo	107.75	111.15	106.47	112.44	Marzo	115.74	118.32	109.13
1988		9/9	11/10	11/11	9/12		10/1	10/2	10/3
FOB BA	E/F/M	150.00	148.00	151.00	149.00	Marzo	160.00		153.00
KANSAS	Marzo	151.57	158.00	155.98	153.87	Marzo	161.03	156.71	160.76

FUENTE: Elaboración de datos de la Junta Nacional de Granos

CUADRO 23. EVOLUCION DE LOS PRECIOS DEL GRANO DISPONIBLE EN EL MERCADO FOB BUENOS AIRES
 (O PARA ENTREGAS FUTURAS) Y LAS COTIZACIONES DE LOS CONTRATOS FUTUROS RELE-
 VANTES EN LOS DISTINTOS MESES
 MAIZ

1985		10/12	10/1	11/2	11/3	10/4	10/5	11/6	10/7
FOB BA	A/M/J		107.00	107.00	105.00	110.00	108.00	110.00	111.00
CHICAGO	Mayo	110.03	108.16	109.44	107.47	111.12	109.84	108.95	106.20
1986		10/12	10/1	11/2	11/3	10/4	9/5	11/6	10/7
FOB BA	A/M/J	98.00	100.50	89.50	86.50	83.00	93.75	92.50	80.00
CHICAGO	Mayo	97.53	99.40	94.48	90.74	89.76	94.38	92.22	77.85
1987		10/12	9/1	10/2	10/3	9/4	11/5	9/6	10/7
FOB BA	A/M/J	69.00	64.00	66.00	68.00	70.00		81.00	
CHICAGO	Mayo	69.68	64.47	62.50	60.73	64.76	78.15	73.91	65.74
1988		10/12	11/1	10/2	10/3	11/4	10/5	10/6	11/7
FOB BA	A/M/J	86.00	86.00	87.50	84.50	82.50			
CHICAGO	Mayo	77.75	78.93	82.18	80.41	81.79	82.18	101.47	113.48
1989		9/12	10/1	10/2	10/3	10/4	10/5	10/6	10/7
FOB BA	A/M/J	113.50	123.00	115.25	121.00	117.50			
CHICAGO	Mayo	108.26	116.23	107.28	110.03	104.92			

FUENTE: Elaboración de datos de la Junta Nacional de Granos

CUADRO 24. EVOLUCION DE LOS PRECIOS DEL GRANO DISPONIBLE EN EL MERCADO FOB BUENOS AIRES
(O PARA ENTREGAS FUTURAS) Y LAS COTIZACIONES DE LOS CONTRATOS FUTUROS RELEVANTES
SOJA
EN LOS DISTINTOS MESES

1985	10/1	11/2	11/3	10/4	10/5	10/7	9/8
FOB BA	Junio	210.00	200.00	209.00	200.00	202.00	206.00
CHICAGO	Julio	223.77	225.06	219.64	223.77	207.79	190.89
1986	10/1	10/2	10/3	10/4	9/5	10/7	11/8
FOB BA	Junio	198.00	191.00	185.00	192.00		188.00
CHICAGO	Julio	208.06	201.36	198.51	192.08	186.38	184.36
1987	9/1	10/2	10/3	9/4	11/5	10/7	10/8
FOB BA	Junio	175.00	171.00	169.00	181.00	216.00	204.00
CHICAGO	Julio	182.52	180.32	178.67	188.68	197.87	190.06
1988	11/1	10/2	10/3	11/4	10/5	11/7	10/8
FOB BA	Junio	226.00	221.00	214.00	245.00	315.00	310.50
CHICAGO	Julio	234.15	231.40	227.26	254.45	322.24	317.65
1989	10/1	10/2	10/3	10/4	10/5	10/7	10/8
FOB BA	Junio	290.00	264.00	272.00	258.00		
CHICAGO	Julio	305.71	276.68	295.87	268.51		

FUENTE: Elaboración de datos de la Junta Nacional de Granos

CUADRO 25. RESULTADOS DE EVENTUALES COBERTURAS EN KANSAS DEL TRIGO ARGENTINO

DIFERENCIAS RESPECTO DEL ULTIMO MES			
	S	O	N
1985			
Dif.FOB (A)	21.00	22.00	18.00
Dif.Kansas (B)	-11.49	-8.36	-2.03
Saldo cobertura (A+B)	9.51	13.64	15.97
1986			
Dif.FOB (A)	0.00	-5.00	-3.00
Dif.Kansas (B)	-2.12	-1.20	-0.28
Saldo cobertura (A+B)	-2.12	-6.20	-3.28
1987			
Dif.FOB (A)	7.00	2.00	1.00
Dif.Kansas (B)	-4.69	-1.29	-5.97
Saldo cobertura (A+B)	2.31	0.71	-4.97
1988			
Dif.FOB (A)	-1.00	1.00	-2.00
Dif.Kansas (B)	-2.30	4.13	2.11
Saldo cobertura (A+B)	-3.30	5.13	0.11
DIFERENCIAS ENTRE MESES SUCESIVOS			
1985			
Dif.FOB mensual (A)	1.00	-4.00	-18.00
Dif.Kansas men. (B)	3.13	6.33	2.03
Saldo cobertura (A+B)	4.13	2.33	-15.97
1986			
Dif.FOB mensual (A)	-5.00	2.00	3.00
Dif.Kansas men. (B)	0.92	0.92	0.28
Saldo cobertura (A+B)	-4.08	2.92	3.28
1987			
Dif.FOB mensual (A)	-5.00	-1.00	-1.00
Dif.Kansas men. (B)	3.40	-4.68	5.97
Saldo cobertura (A+B)	-1.60	-5.68	4.97
1988			
Dif.FOB mensual (A)	2.00	-3.00	-2.00
Dif.Kansas men. (B)	6.43	-2.02	-2.11
Saldo cobertura (A+B)	8.43	-5.02	-0.11

FUENTE: Elaboración de datos de la JNG

NOTA: Las diferencias de precios se calcularon a partir de los datos del Cuadro 22. Son diferencias cruzadas, para poder calcular el saldo que se obtendría con las coberturas

CUADRO 26. RESULTADOS DE EVENTUALES COBERTURAS EN CHICAGO DEL MAIZ ARGENTINO

DIFERENCIAS RESPECTO DEL ULTIMO MES				
1985				
	D	E	F	M
Dif.FOB (A)	ERR	3.00	3.00	5.00
Dif.Chicago (B)	-1.09	-2.96	-1.68	-3.65
Saldo cobertura (A+B)	-1.09	0.04	1.32	1.35
1986				
Dif.FOB (A)	-15.00	-17.50	-6.50	-3.50
Dif.Chicago (B)	7.77	9.64	4.72	0.98
Saldo cobertura (A+B)	-7.23	-7.86	-1.78	-2.52
1987				
Dif.FOB (A)	1.00	6.00	4.00	2.00
Dif.Chicago (B)	4.92	-0.29	-2.26	-4.03
Saldo cobertura (A+B)	5.92	5.71	1.74	-2.03
1988				
Dif.FOB (A)	-3.50	-3.50	-5.00	-2.00
Dif.Chicago (B)	-4.04	-2.86	0.39	-1.30
Saldo cobertura (A+B)	-7.54	-6.36	-4.61	-3.30
1989				
Dif.FOB (A)	4.00	-5.50	2.25	-3.50
Dif.Chicago (B)	3.34	11.31	2.36	5.11
Saldo cobertura (A+B)	7.34	5.81	4.61	1.61

DIFERENCIAS ENTRE MESES SUCEсивOS				
1985				
Dif.FOB mensual (A)	ERR	0.00	2.00	-5.00
Dif.Chicago men. (B)	-1.07	1.20	-1.97	3.65
Saldo cobertura (A+B)	-1.07	1.20	0.03	-1.35
1986				
Dif.FOB mensual (A)	-2.50	11.00	3.00	3.50
Dif.Chicago men. (B)	1.07	-4.92	-3.74	-0.98
Saldo cobertura (A+B)	-0.63	6.08	-0.74	2.52
1987				
Dif.FOB mensual (A)	5.00	-2.00	-2.00	-2.00
Dif.Chicago men. (B)	-5.21	-1.97	-1.77	4.03
Saldo cobertura (A+B)	-0.21	-3.97	-3.77	2.03
1988				
Dif.FOB mensual (A)	0.00	-1.50	3.00	2.00
Dif.Chicago men. (B)	1.10	3.25	-1.77	1.30
Saldo cobertura (A+B)	1.10	1.75	1.23	3.30
1989				
Dif.FOB mensual (A)	-9.50	7.75	-3.75	3.50
Dif.Chicago men. (B)	7.97	-8.95	2.75	-5.11
Saldo cobertura (A+B)	-1.53	-1.20	-3.00	-1.61

FUENTE Y NOTAS: idem Cuadro , pero con datos del Cuadro 23

CUADRO 27. RESULTADOS DE EVENTUALES COBERTURAS EN CHICAGO DE SOJA
ARGENTINA

1985		DIFERENCIAS RESPECTO DEL ULTIMO MES			
Dif.FOB (A)	ERR	-10.00	0.00	-9.00	
Dif.Chicago (B)		7.07	8.36	2.94	7.07
Saldo cobertura (A+B)		7.07	-1.64	2.94	-1.93
1986					
Dif.FOB (A)	ERR	-6.00	1.00	7.00	
Dif.Chicago (B)		8.82	2.12	-0.73	-7.16
Saldo cobertura (A+B)		8.82	-3.88	0.27	-0.16
1987					
Dif.FOB (A)		34.00	38.00	40.00	28.00
Dif.Chicago (B)		-29.85	-32.15	-33.80	-23.79
Saldo cobertura (A+B)		4.15	5.85	6.20	4.21
1988					
Dif.FOB (A)		18.00	23.00	30.00	-1.00
Dif.Chicago (B)		-29.30	-32.05	-36.19	-9.00
Saldo cobertura (A+B)		-11.30	-9.05	-6.19	-10.00
1989					
Dif.FOB (A)		-32.00	-6.00	-14.00	
Dif.Chicago (B)		37.20	8.17	17.36	
Saldo cobertura (A+B)		5.20	2.17	3.36	

1985		DIFERENCIAS ENTRE MESES SUCEсивOS			
Dif.FOB mensual (A)	ERR	10.00	-9.00	9.00	
Dif.Chicago men. (B)		-1.29	-5.42	4.13	-7.07
Saldo cobertura (A+B)		-1.29	4.58	-4.87	1.93
1986					
Dif.FOB mensual (A)	ERR	7.00	6.00	-7.00	
Dif.Chicago men. (B)		-6.70	-2.85	-6.43	7.16
Saldo cobertura (A+B)		-6.70	4.15	-0.43	0.16
1987					
Dif.FOB mensual (A)		4.00	2.00	-12.00	-28.00
Dif.Chicago men. (B)		-2.30	-1.65	10.01	23.79
Saldo cobertura (A+B)		1.70	0.35	-1.99	-4.21
1988					
Dif.FOB mensual (A)		3.00	7.00	-31.00	1.00
Dif.Chicago men. (B)		-2.75	-4.14	27.19	9.00
Saldo cobertura (A+B)		2.25	2.86	-3.81	10.00
1989					
Dif.FOB mensual (A)		26.00	-8.00	14.00	
Dif.Chicago men. (B)		-29.03	9.19	-17.36	
Saldo cobertura (A+B)		-3.03	1.19	-3.36	

FUENTE Y NOTAS: idem Cuadro 25, pero con datos del Cuadro 24

En dichas circunstancias los operadores de un determinado país no se cubren en el exterior y prefieren emplear mercados a término locales. La contrapartida de ello es su escaso desarrollo, su falta de liquidez y las restricciones operativas existentes en estos mercados, que limitan seriamente su utilización (Macera, 1987; Marsana, 1988).

Los cambios en los premios entre el mercado de Chicago y el mercado FOB puertos argentinos son más marcados entre meses que dentro del mismo mes. La estacionalidad cruzada y los factores condicionantes de la situación de oferta y demanda locales suelen reflejarse en períodos largos; en tanto que, normalmente, en períodos cortos (dentro del mes o los dos meses) los premios tienden a mantenerse sin mayores variantes, por lo que las variaciones en los precios FOB reflejan bastante bien la evolución de los precios en Chicago.

Los conceptos analizados en los puntos anteriores plantean la necesidad de efectuar un detenido análisis de los premios en cada momento y en cada mercado, a los efectos de poder decidir cuándo y en qué mercados conviene efectuar las coberturas, pero debe tenerse presente que la gran cantidad de factores involucrados en la formación de los precios que se registrarán en cada mes.

La incertidumbre respecto del nivel que alcanzará el premio en una fecha especificada se suele denominar el riesgo del premio (basis risk). La cuantificación del mismo y la denominación de factores de comportamiento de los premios resultan instrumentos fundamentales para una eficiente operación en los mercados a término (con coberturas vendedoras o compradoras según los casos), lo que se suelen denominar coberturas de los premios (hedging the basis).

En Estados Unidos existe una amplísima bibliografía sobre el comportamiento y el manejo de los premios, y las firmas que operan como comisionistas brindan asesoramiento permanente a sus clientes. No acontece lo mismo en Argentina y Brasil, donde estos estudios para los mercados locales son escasos y tienen muy poca difusión, constituyendo limitaciones para los operadores, dado que si uno no conoce y entiende sobre premios no maximizará sus beneficios (Oster, 1984).

2. Uso de los mercados a término. Utilización de los servicios brindados por los comisionistas y otros agentes

Muy pocas firmas que deciden participar en los mercados a término se integran a los mismos como socios, por lo que deben operar por intermedio de casas comisionistas que son miembros de las Bolsas.^{20/} Como se señaló en la primera parte, cuando un productor, acopiador, exportador, etc., no socio decide operar en un mercado y con una determinada casa comisionista, debe abrir una cuenta. Para ello la firma designa un ejecutivo de cuenta, que tendrá a su cargo la relación entre la casa comisionista y el cliente y le solicitará la información necesaria para verificar que el cliente tiene suficiente respaldo económico y responsabilidad para asumir los riesgos de capital involucrados en las operaciones a término.

La apertura de la cuenta implicará la suscripción de un contrato o acuerdo de cuenta, que no varía mucho entre las distintas casas comisionistas, en el que se indican las responsabilidades y obligaciones de cada una de las partes y los procedimientos a seguir en caso de disputas. También se suele incluir una autorización al broker para transferir fondos entre las distintas cuentas que pueden tener un cliente para diversos productos, y una carta en la que el cliente asume los riesgos eventuales por los fondos que exceden los márgenes depositados. (Ver Teweles, 1984). Se debe depositar en la cuenta la cantidad de dinero exigida por la casa comisionista como margen inicial y a partir de entonces se puede empezar a operar.

Cuando un cliente decide operar, debe dar a la casa comisionista las órdenes de compra o venta para un determinado producto y posición; esto generalmente se realiza por teléfono, excepto que el cliente se encuentre en la oficina central del broker. Este se comunica inmediatamente por teléfono, línea directa o teletipo con el broker de la rueda (floor broker); lo mismo acontece con las órdenes dadas a las subsidiarias de Argentina y Brasil de las casas comisionistas, que se comunican directamente con los floor brokers.

En la rueda los floor brokers se congregan en distintos "pits" o lugares en los que se negocia cada producto a viva voz; los brokers que compran y venden se ayudan con señales manuales, que representan las órdenes que están ejecutando. Una vez que se cerró un negocio entre dos brokers, ambos confirman

a las respectivas oficinas la operación y éstas se la comunican a los clientes inmediatamente por teléfono, aunque también se les envía la confirmación escrita por correo o fax. Hay negocios en los que el broker opera para sí mismo, por lo que no requiere este procedimiento.

Para los clientes que operan con futuros resulta de suma importancia conocer los alcances de cada contrato negociado en un determinado mercado a término: la cantidad involucrada, cómo se expresan los precios, las fluctuaciones máximas y mínimas permitidas. También es importante conocer como se dan correctamente las órdenes, para evitar posibles errores que pueden resultar caros. Cuando se da una orden de compraventa de futuros de granos en Chicago o Kansas la cantidad debe expresarse en el número de bushels en miles (y no el el número de contratos); así por ejemplo la venta de 25.000 bushels de maíz del contrato mayo de 1989 se indicará como "SELL 25 MAY 1989 CORN". Para otros productos se indica el número de contratos; así la compra de 200 toneladas de pellets de soja para marzo se indicará "BUY 2 MARCH 1989 SOYBEAN MEAL". Las casas comisionistas tienen formularios "ad hoc" para que sus clientes pasen las órdenes.

Se pueden dar distintos tipos de órdenes: i) Lo más frecuente es dar una orden de venta o compra para ser ejecutada inmediatamente al mejor precio posible vigente en ese momento. Algunos clientes prefieren que esas órdenes se ejecuten al principio o al finalizar la rueda de ese día; ii) Otra variante muy utilizada es la de dar órdenes con límites máximos (o mínimos) de precios que son especificados en la orden, así como las fechas en que pueden ser ejecutadas (en el día o un período mayor); iii) Se pueden dar órdenes de detención (stop orders) tanto para liquidar como para establecer una posición en el mercado. Una orden de venta en esta alternativa se ubica en un precio inferior al nivel actual del mercado y se efectiviza si el precio del contrato cae al nivel o debajo del precio de detención (stop price). La orden de compra se detiene cuando el precio del mercado crece hasta el nivel o por encima del stop price. Con ellas se pretende limitar el alcance de eventuales pérdidas. No siempre en estos casos el broker consigue obtener el stop-price, por lo que en estos casos no las garantizan; iv) Si se da una orden de detención limitada (stop-limit order), el broker debe ejecutarla sólo al precio fijado como límite o uno mejor; v) También se suelen dar órdenes aproximadas (around

order) que le dan al floor broker cierto margen de maniobra; vi) Se pueden dar órdenes de premios o contingentes (basis orders) que indican la compra o venta de un volumen de un contrato si el precio alcanza a un determinado nivel; vii) Se puede cancelar una orden dada previamente; viii) Se pueden dar órdenes de compraventa del complejo soja (conversion spread order) con el propósito de fijar en el mismo día los precios futuros de los productos y el grano, a los precios vigentes en el mercado; también se puede limitar un precio; ix) Existe una larga lista de órdenes adicionales, que son menos empleadas, por lo que no se detallan.

Las casas comisionistas liquidan los contratos de los clientes, les exigen o restituyen las diferencias, pero además les suministran información detallada de los mercados y sus perspectivas. Las principales casas disponen de equipos de analistas que siguen constantemente los acontecimientos mundiales en el mercado de granos y en el de otros activos o monedas que lo influyen, por lo que la participación en los mercados de futuros brinda a los clientes la posibilidad de mejorar sustancialmente su información. Si bien los beneficios derivados de una mejor información de los mercados no son cuantificables, dado que no necesariamente implican mejores precios de venta o compra, se puede suponer que para los operadores de los países de América Latina el análisis y la ponderación de los estudios y asesoramiento brindados por las diferentes casas comisionistas (generalmente los clientes operan con varios brokers) contribuirán a mejorar su desempeño en el mercado de granos, especialmente en aquellos casos en los que no se trata de firmas subsidiarias o ramas de las grandes firmas multinacionales (que pueden acceder por otros medios o directamente al conocimiento de los mercados).

IV. INTERROGANTES Y LIMITACIONES QUE SE PLANTEAN EN LOS PAISES
EN DESARROLLO DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE PARA
LA UTILIZACION DE LAS BOLSAS DE CEREALES
DE ESTADOS UNIDOS

En los capítulos previos se mencionaron diversos beneficios derivables de una correcta utilización de los mercados a término de Estados Unidos por parte de los comerciantes de granos de América Latina y el Caribe. A pesar de ello, su uso actual es relativamente bajo. Ello responde a un conjunto de interrogantes que surgen del reducido conocimiento de la operación en dichos mercados así como de limitaciones objetivas existentes para lograr su eficiente utilización. Entre ellas cabe mencionar el interrogante acerca de la representatividad de los precios de las Bolsas de Estados Unidos de las condiciones básicas de los mercados mundiales de granos, las limitaciones que pueden originarse en su falta de representatividad de las condiciones de oferta y demanda locales de los países de América Latina, las asociadas a la volatilidad de los precios, las barreras impuestas por los países en desarrollo para operar eficientemente en estos mercados, las barreras de acceso que eventualmente pueden imponer las Bolsas de Estados Unidos a las firmas e instituciones de dichos países y otras restricciones que se analizan a continuación.

1. Representatividad de los precios de las Bolsas de Estados Unidos
de las condiciones básicas de los mercados de granos:
Posibles interferencias

Los mercados a término de Estados Unidos proveen la infraestructura física, un conjunto de normas y garantías para que cientos de compradores y vendedores negocien en forma abierta granos y otros productos. Estas operaciones se concretan en precios que se van registrando para los distintos contratos (meses de entrega) y que se difunden inmediatamente a todo el mundo. La formación de los precios en estos mercados (que son esencialmente especulativos) responde a la competencia entre los compradores y vendedores de Estados Unidos y de todo el mundo, cuyas percepciones y circunstancias generalmente difieren, por lo que se explicitan en distintas expectativas

--alcistas o bajistas-- en dichos mercados. Los precios cambian en forma permanente, en la medida en que aparecen nuevas informaciones específicas del mercado de granos o de otros mercados, o bien se generan diferentes expectativas frente a las mismas noticias.

La magnitud de las operaciones en los mercados a término de Estados Unidos es muy grande. En los últimos dos decenios el crecimiento del comercio mundial de granos y derivados fue acompañado por un aumento espectacular en el empleo de los mercados a término, cuyos volúmenes comercializados superan ampliamente la oferta de Estados Unidos e inclusive la producción mundial de dichos productos (ver cuadro 28).

Cuadro 28

VOLUMEN COMERCIALIZADO EN LOS MERCADOS A TÉRMINO,
"OPEN INTEREST", PRODUCCIÓN MUNDIAL Y OFERTA
EN ESTADOS UNIDOS. PERIODO 1978-1980

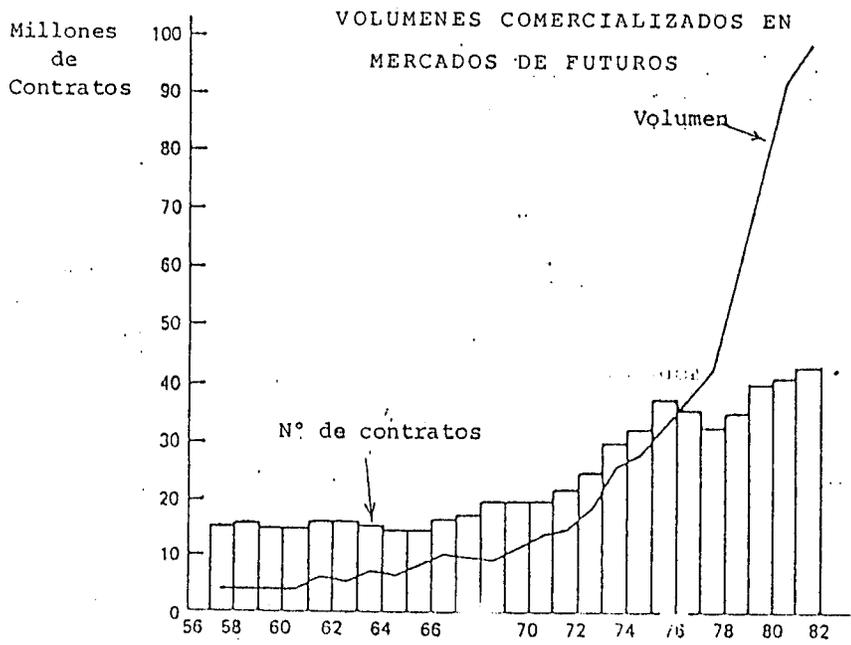
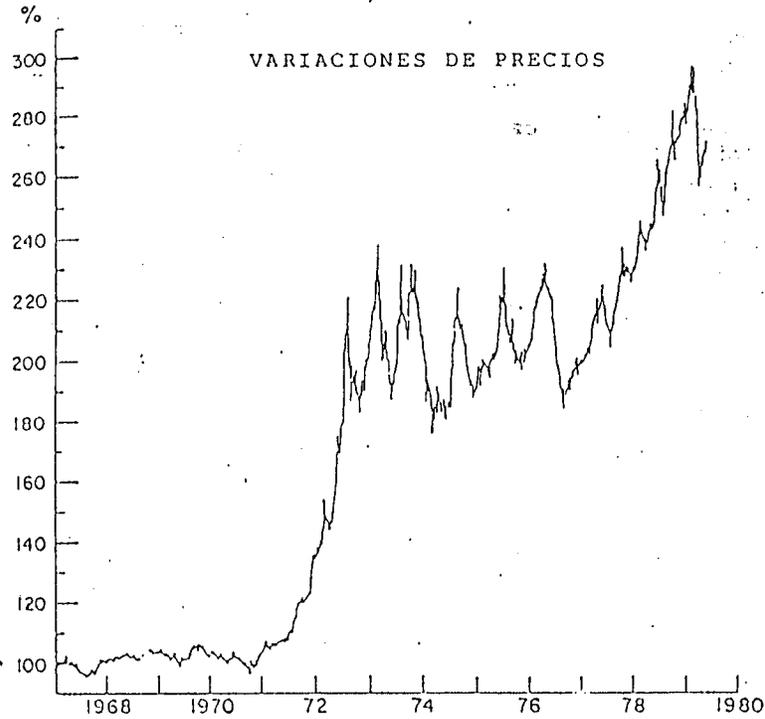
(En unidades físicas)

Producto	Volumen total negociado	"Open interest"	Producción mundial	Oferta en Estados Unidos
Soja	1.332	16.7	84.0	60.3
Aceite de soja	83	1.6	12.5	5.7
Pellets de soja	255	4.8	55.7	23.4
Maíz	1.132	21.5	400.0	219.2
Trigo	707	10.5	435.6	84.3

Fuente: Kipnis, Gregory "Macroeconomic factors in the Commodity Market Outlook", 1984.

Uno de los principales factores que explican el crecimiento de los mercados a término de Estados Unidos en la década del setenta fue el correspondiente a la utilización de coberturas por parte de los comerciantes de granos, con el propósito de evitar los riesgos asociados a los bruscos cambios de precios de esa década (Peck, 1982), que se representan en la Figura 12. La comparación de los volúmenes totales negociados en los mercados a término y la producción mundial o la oferta en Estados Unidos, permite verificar la alta liquidez y el carácter especulativo de estos mercados de

FIGURA 12. VARIACIONES DE PRECIOS INTERNACIONALES E INCREMENTOS EN LA UTILIZACION DE LOS MERCADOS DE FUTUROS



FUENTE: KIPNIS, Gregory. Op. cit.

granos, especialmente de los productos del complejo soja; menor es la relevancia de las coberturas, medidas mediante las relaciones del open interest con la producción o la oferta.

Pero su carácter esencialmente especulativo no invalida su importancia como mecanismos par la formación de los precios de Estados Unidos y del comercio mundial. Tal como señalan diversos especialistas (Caves, 1977-1978; Pearce, 1976); los mercados a término, empleados ampliamente por las grandes firmas comerciantes de granos, constituyen una parte integrante fundamental del comercio mundial de granos como formadores y diseminadores de los precios, así como instrumentos de estabilización de precios y de coberturas de riesgos.

a) Interdependencias de los mercados. Necesidad de un análisis global

En el mundo moderno las interdependencias entre los mercados de factores, productos y otros activos son cada vez mayores. Cualquier análisis o pronóstico que se pretenda hacer sobre los mercados de granos y derivados debe incluir la consideración de un conjunto de elementos sobre las condiciones técnicas del mercado (incluyendo las eventuales interferencias de los participantes o sus normas), pero debe incorporar también el análisis de los factores fundamentales de oferta y demanda en el nivel local, así como los correspondientes al marco macroeconómico internacional.

Uno de los errores frecuentes que se suelen cometer cuando se intenta determinar las perspectivas de los precios de un determinado producto, es dejar de tener en cuenta el contexto económico amplio en el cual dicho bien competirá por los recursos escasos en los distintos mercados (Kipnis, 1984). Factores tan diversos como los ciclos económicos en Estados Unidos y otros países, en las paridades de las monedas de los principales países (dólar frente al yen y las otras monedas europeas), los cambios en los precios de los metales preciosos, los activos financieros y el petróleo, los problemas políticos que puedan afectar el equilibrio mundial de Oriente y Occidente, los cambios en las tasas de interés y en la oferta de crédito, son todos eventos que pueden alterar drásticamente el comportamiento de los mercados. Por ello, no parece razonable plantear problemas de representatividad de las Bolsas por las interferencias de otros mercados de productos financieros, así como por las alteraciones derivadas de las políticas agrícolas de los países; por el contrario, la creciente interdependencia entre países y mercados lleva a

pensar en que se deben identificar y cuantificar los impactos de las políticas de los países y de los otros factores macroeconómicos sobre la oferta y demanda mundial de granos.

El reconocimiento internacional de estas vinculaciones 21/ ha contribuido a que las negociaciones que se llevan actualmente a cabo en el marco de la Ronda Uruguay del GATT incorporen no sólo las alteraciones del comercio (subsidios, barreras de acceso) de productos agrícolas --conceptos tradicionales contemplados en los Acuerdos alcanzados en las rondas previas--, sino que alcancen a la políticas internas de producción, comercialización y tipo de cambio, que también distorsionan el comercio mundial y los precios en los distintos mercados. Para ello se han desarrollado diferentes instrumentos tendientes a medir en forma agregada todos los factores distorsionantes correspondientes a cada país y se han realizado los estudios tendientes a identificar los diferentes niveles de protección --o desprotección-- de la agricultura en cada uno de ellos.

b) Los eventuales problemas de comportamiento de los participantes

La bibliografía sobre mercados a término ha destacado diversos casos en los que se registraron problemas de funcionamiento, como consecuencia de manipulaciones y otras distorsiones. Sin embargo debe notarse que, desde sus inicios, las Bolsas prestaron especial atención al seguimiento de los mercados, con el propósito de asegurar a los usuarios un funcionamiento ordenado y confiable. Asimismo desde hace muchos años la legislación estadounidense que reguló los mercados a término incorporó dicha problemática, precisando aquellas prácticas consideradas distorsionantes, estableciendo normas comerciales para los brokers y límites para la especulación. Sucesivamente se crearon diversos organismos de control, cuyas atribuciones fueron creciendo a lo largo de la historia; actualmente la CFTC tiene a su cargo el control oficial de los mercados de futuros en Estados Unidos, aunque siempre se ha tendido a que las Bolsas se autoregulen y controlen.

Los controles sistemáticos que efectúan las Bolsas y la CFTC de la evolución de los precios y de las posiciones de cada firma (en futuro y en físico) están orientados a detectar anticipadamente y evitar los intentos de manipulación y otras prácticas prohibidas, por lo que en el mercado de futuros de granos normalmente no se plantean problemas de comportamiento. Todas las

operaciones que superan cierto límite deben ser reporteadas a la CFTC, la que cruza y agrega diariamente la información de cada firma, por lo que el seguimiento es sumamente detallado y preciso.

Por otra parte las dimensiones y características de los mercados de granos han contribuido a evitar las distorsiones. Tal como se señaló en el capítulo I, sólo en muy pocas oportunidades la CFTC (o sus antecedentes) intervino en el mercado de futuros de granos, e inclusive en una de las últimas su intervención fue cuestionada como excesiva por parte de diversos especialistas (Gray and Peck, 1981).

Todo ello permite sostener que la confiabilidad en estos mercados, frente a eventuales intentos de manipulación y distorsión por parte de los participantes, es relativamente alta, en virtud del seguimiento continuo que efectúan las propias Bolsas y los organismos oficiales de control.

2. Problemas de representatividad en los precios de las Bolsas de Estados Unidos de las condiciones de oferta y demanda locales de los países de América Latina y el Caribe

Una de las principales barreras existentes para la utilización de los mercados de futuros de Estados Unidos en las coberturas por parte de las firmas productoras, procesadoras y exportadoras de los países de América Latina y el Caribe es la falta de paralelismo en la evolución de las cotizaciones de los respectivos mercados. Tal como se detalló en los Cuadros 14, 17, 22, 23 y 24, los precios en Chicago o Kansas no siempre evolucionan en forma simétrica con los correspondientes a los mercados FOB o FAS de Argentina y Brasil. Los cambios en los premios utilizados para definir los precios FOB, los cambios en los márgenes y en los costos de embarque y los cambios en los tipos de cambio permiten explicar tales diferencias.

Los cambios en los premios de las cotizaciones FOB en los puertos argentinos y brasileros responden a un conjunto de factores entre los que se destacan:

a) Los factores fundamentales que afectan la oferta y demanda en estos países puede diferir de los correspondientes a Chicago. Al tratarse de países competidores, es frecuente que una venta de grano de Estados Unidos implique

una caída en la demanda en Argentina o Brasil. Asimismo un aumento de la producción de granos en Argentina tiene muy reducido impacto en el contexto mundial, especialmente en el caso de trigo y en menor medida en granos forrajeros y soja, por lo que puede no reflejarse en los precios de Chicago. La producción de soja en el Hemisferio Sur, en particular en Brasil, ha adquirido una gran relevancia en el abastecimiento del comercio mundial de pellets en el período abril-septiembre, por lo que en este caso el paralelismo es mayor (las variaciones en los premios son menores, como lo destacan algunos autores --Stenderup, 1986).

En general, cualquier desequilibrio temporal en el balance de oferta y demanda en Argentina o en Brasil, incentiva una activa competencia local entre el consumo y la exportación, que se refleja en los precios FOB locales en mucho mayor medida que en Chicago (tal es el caso de lo que acontece normalmente en la comercialización de los granos durante la segunda parte del año comercial; y lo que está sucediendo con el reducido volumen de producción de maíz argentino del ciclo 1988/1989, que se está negociando con premios del orden de plus 20 sobre mayo, cuando es frecuente que su cotización se ubique a la par). Así también la estacionalidad cruzada de las producciones del Hemisferio Norte y Sur plantea variaciones en los premios.

b) Las interferencias de las políticas de subsidios directos e indirectos instrumentadas por Estados Unidos y otros países desarrollados. El caso más típico es el "Export Enhancement Program" de Estados Unidos, un subsidio directo a los precios FOB de exportación de ese país, que está siendo utilizado ampliamente en trigo y aceite de soja. La instrumentación del subsidio implica normalmente la reducción de los precios del Hemisferio Sur (para poder competir) y al mismo tiempo el incremento de los precios en los mercados a término de Estados Unidos. Estos subsidios no son permanentes ni generalizados para todos los países, por lo que no desplazan sistemáticamente los premios, sino en forma aleatoria, agregando incertidumbre. Otros subsidios a la producción y al comercio, o bien las barreras, generan distorsiones en los precios de exportación de los distintos países, que tradicionalmente han afectado los niveles de ingresos de los países exportadores de granos de América Latina, pero han tendido a incorporar sesgos de carácter menos aleatorio (reflejados en los premios).

c) Los problemas logísticos locales difieren y no siempre se reflejan en Chicago. Así una huelga portuaria en Brasil puede aumentar los premios argentinos y no reflejarse en Chicago o viceversa.

d) Los cambios en los costos de transporte del grano de los diferentes orígenes son también una importante fuente de variación de los premios. Una disminución en los fletes repercute más favorablemente en Argentina, en menor medida en Brasil, y menos aún en Estados Unidos.

La falta de paralelismo en la evolución de los precios es mayor aún cuando se comparan las cotizaciones internas de Brasil o Argentina con las correspondientes a Chicago o Kansas. Uno de los motivos que las explican son los frecuentes cambios en los costos y márgenes vinculados al proceso de embarque (cambios en la relación FAS - FOB). Estos cambios pueden estar inducidos por políticas oficiales de los países latinoamericanos o bien por el desempeño de los mercados locales --márgenes o pérdidas extraordinarias-- como consecuencia de la evolución de las condiciones de oferta y demanda interna, donde la disponibilidad de crédito ha jugado un papel central en los últimos años (Lamarca, 1988; Regúnaga, 1988).

En Argentina los regímenes de prefinanciación de divisas vigentes en el último trienio, han modificado en forma sustancial el poder de compra interno de algunos de los operadores (las firmas con acceso al crédito internacional), lo que les ha permitido o bien originar más barato y por ende ofrecer el grano argentino a precios FOB menores a los "normales" o bien pagar en el mercado interno precios superiores a los "normalmente" derivables de los precios FOB vigentes. Estas transferencias no han sido sistemáticas, por lo que implicaron diferencias de premios o de las relaciones FAS - FOB. Similares apreciaciones pueden efectuarse para algunos mecanismos de crédito y reintegros, existentes en Brasil en años previos, para cambios en los impuestos a las exportaciones, especialmente de Argentina.

Por otra parte, la caída de la producción en Argentina en años recientes ha planteado problemas de sobreoferta de capacidad de embarque y de procesamiento de semillas oleaginosas, generando fuertes competencias entre los elevadores terminales y entre las fábricas procesadoras, que se reflejó en menores tarifas de embarque y mayores precios internos de los granos, alterando las relaciones FAS - FOB "normales".

Otra de las fuentes de asimetría entre los precios internos en Estados Unidos y los precios internos en Argentina y Brasil son las variaciones en el tipo de cambio (relaciones austral/dólar y cruzado/dólar); éstas han sido frecuentes y de gran magnitud en los últimos años, tal como se detalló en los Cuadros 15 y 16 para Argentina. Si bien algunos de estos movimientos son anticipables, porque las políticas son explícitas, en ciertos casos los ajustes han sido inesperados, generando diferencias significativas en el poder de compra interno de los exportadores o, dicho de otra forma, en los costos de originación del grano.

Los elementos señalados anteriormente, permiten sacar varias conclusiones:

a) En algunos años la variabilidad de los premios resulta mayor a la variabilidad de los precios FOB en los puertos de los países latinoamericanos. Estos casos son más frecuentes en el caso del trigo argentino (recuérdese las interferencias de los subsidios de Estados Unidos), menores en maíz y poco comunes en soja. Ello implica que en estos países las coberturas (para posteriores compras FOB) no pueden realizarse en forma sistemática e indiscriminada, sino que debe tenerse en cuenta las condiciones locales vigentes en cada año (por ejemplo, tamaño de la cosecha). Además las coberturas sólo suelen ser eficientes para las ventas correspondientes al período en que se concentran las exportaciones; las ventas posteriores, cuando los stocks son muy reducidos y el mercado local se mueve en sentido inverso al de Estados Unidos (contra estación) generalmente no pueden ser cubiertas bien en Chicago.

b) Desde el punto de vista de la formación y formulación de los precios los mercados a término de Estados Unidos constituyen un buen instrumento, dado que los cambios en los premios permiten incorporar las variaciones en las condiciones locales y seguir utilizando las cotizaciones básicas dadas por los futuros.

c) Las coberturas de ventas FOB que efectúan los exportadores con la intención de originar el grano (comprarlo en condiciones FAS) están sujetas a mayores interferencias aún dado que, a los problemas señalados en el punto a), se adicionan las variaciones en los costos de embarque y en el tipo de cambio. Ellas son en alguna medida previsibles, de modo que se puede "arbitrar los

premios"; pero también en este caso se plantea la necesidad de un seguimiento detallado de las variables involucradas (tales como la evolución del tipo de cambio, la inflación y las condiciones locales), por lo que no se puede pensar en un uso automático de la cobertura en Chicago o Kansas.

Todo lo señalado, destaca una exigencia para quienes operan en los mercados a término: deben tener un entrenamiento profesional y seguir permanentemente los acontecimientos internacionales y locales que influyen sobre los mercados.

3. Variabilidad de los precios. Reacciones y sobrerreacciones

Tal como ha sido detallado el comercio mundial de granos registró un elevado dinamismo en las últimas décadas, que estuvo acompañado por frecuentes desequilibrios entre la oferta y la demanda y por marcados cambios en los precios relativos frente a los correspondientes a otros bienes y a las diferentes monedas; la alta variabilidad y las dificultades crecientes para predecir las variaciones han sido los elementos característicos de los últimos decenios.

La variabilidad de los precios afecta los ingresos de los países exportadores así como los recursos invertidos por los consumidores, creando serios problemas económicos, por lo que siempre ha estado en la preocupación de políticos y economistas. Las variaciones recientes en los precios han sido atribuidas a diferentes causas estrechamente ligadas entre sí: la creciente interferencia de los gobiernos en las decisiones de producción y en el comercio; la internacionalización de los mercados con las consecuentes implicaciones derivadas de los cambios en las tasas de interés, en los tipos de cambio, en los precios de otros productos (petróleo, metales preciosos), en el ingreso de las distintas regiones; los cambios en los flujos del comercio mundial y la mayor y más aleatoria dependencia de muchos países (Unión Soviética, China, países en desarrollo) de las importaciones de alimentos para satisfacer sus necesidades crecientes; el deficiente desempeño de los mercados y la estructura institucional vinculada al comercio mundial; etc.

En relación al último factor, cabe señalar que uno de los aspectos que ha generado mayores controversias en relación a los mercados de futuros es el

correspondiente a los efectos de la especulación sobre la variabilidad de los precios.

En los puntos anteriores se describió el carácter esencialmente especulativo de los mercados de futuros. En principio, el objetivo de la operación de especulación es descontar en los precios futuros los eventos esperados, lo que tendería a la completa estabilidad; si todos los factores condicionantes fueran predecibles y sus efectos pudieran descontarse en forma perfecta en los precios, los resultados serían precios que no se modifican en los niveles relativos de equilibrio. En consecuencia, si las fluctuaciones de precios son una medida de la imperfección de los mercados, podría señalarse que los mercados a término distan de ser perfectos (Hieronymus, 1978).

La controversia existente al respecto consiste en que mientras algunos autores atribuyen la variabilidad de precios a la especulación, otros señalan que el elevado volumen comercializado en estos mercados tiene una influencia estabilizadora y que los mercados en los que no participan (o sólo lo hacen en forma reducida), los especuladores tienen mayor variabilidad de precios.^{22/}

Si bien la medición de los efectos de la especulación conceptualmente es simple (se debe cuantificar si la variación de los precios es mayor o menor con la existencia de estos mercados) en la práctica es difícil, dado que simultáneamente no se dispone de ambas situaciones para el mismo producto.

Durante muchos años los argumentos antiespeculadores predominaron (lo que se reflejó en la legislación estadounidense), por lo que la especulación se consideró un mal necesario para permitir las coberturas.^{23/}

Desde esta perspectiva los especuladores generan las sobrerreacciones de corto plazo típicas de estos mercados, provocadas a veces por los "fundamentales" de los productos en cuestión, pero otras veces por la falta de interés inversor en otros mercados (acciones, títulos públicos, etc.) o viceversa.

Los principales motivos encontrados en diversos estudios respecto de las deficiencias de los mercados a término son:

a) La participación de especuladores mal informados, que siguen las tendencias en el mercado, por lo que más que especuladores son jugadores.

b) La manipulación y otras distorsiones, tendientes a crear desequilibrios en las fuerzas del mercado (estas alternativas han sido muy

estudiadas y han dado origen a regulaciones y controles cada vez más precisos, tendientes a evitarlas).

c) Razones psicológicas, que señalan que el especulador aumenta la variabilidad de los precios.

Se puede encontrar también un gran número de estudios con una visión más favorable de la especulación. Muchos de ellos surgieron como consecuencia de investigaciones tendientes a evaluar los impactos negativos de la especulación que fracasaron, o bien que ayudaron a una mejor interpretación de algunos fenómenos. El caso más claro es el de los mercados invertidos, que son menos frecuentes para los productos con altos volúmenes negociados en los mercados de futuros, lo que llevó al Economic Research Service del Departamento de Agricultura de Estados Unidos a concluir que los altos volúmenes negociados y las actividades de los especuladores frecuentemente moderan, en lugar de acentuar, la volatilidad de los precios. Asimismo dicho organismo señala que para poder aislar (y medir cuantitativamente) los efectos de la especulación de muchos otros factores que influyen los precios, es necesario tener un modelo completo de comportamiento, que no está disponible.

Hieronymus señala que: a) el nivel de los precios de un producto es mayor en presencia de mercados a término activos que en su ausencia, dado que los especuladores en el agregado están "long" la mayor parte del tiempo y quienes efectúan coberturas estarían dispuestos a pagar por un seguro para evitar riesgos (que se reflejarían en menores precios a la producción); b) hay evidencia empírica de ausencia de variaciones estacionales consistentes en los precios de los productos en los que se han desarrollado mercados a término (maíz y soja). Al mismo tiempo, los principales granos son un claro ejemplo del efecto de la especulación sobre el comportamiento estacional de los precios: su intervención comprando granos (en los hedges) durante la época de cosecha contribuye a aumentar los precios en este período y reducirlos en el resto del ciclo comercial (por lo que frecuentemente no se cubren los carrying-charges); c) las mayores controversias se dan en la interpretación de las variaciones en plazos menores, donde muchos autores señalan que los desajustes suelen ser atribuibles a los especuladores; sin embargo, dado que no hay variaciones de corto plazo en el volumen de especulación, sino más bien variaciones estacionales o interestacionales, no resulta simple sostener que

las variaciones de precios de corto plazo son imputables a la especulación. Debe notarse que cada vez que hay un especulador que compra debe haber otro que vende, para cada uno que piensa que los precios subirán otro estima que declinarán y cada especulador que sigue la corriente del mercado debe encontrar otro que va en contra, por lo que la autogestión de la volatilidad en los mercados es discutible.

En síntesis puede señalarse que la variabilidad de los precios está relacionada con la frecuencia con la que los especuladores cambian de opinión sobre la evolución futura de los precios. Pero no está claro si los precios varían debido a que la creciente incertidumbre sobre la producción, los stocks, el consumo, y otros eventos lleva a los especuladores a cambiar frecuentemente sus expectativas o bien es su participación en los mercados la que genera las variaciones de precios; dicho en otros términos no se sabe bien si los especuladores controlan los mercados o si son controlados por ellos. Posiblemente hay un poco de ambos.

Las repercusiones negativas de las variaciones en los precios (a veces para los productores y otras para los consumidores) dieron lugar a que tanto a nivel nacional, como en el plano internacional, se buscaran mecanismos y políticas de estabilización. Las variantes instrumentadas en los distintos países son muy grandes y exceden el marco de este documento, por lo que sólo se efectuará una mención sucinta.

En algunos casos, las propuestas de estabilización han puesto el acento en la organización institucional. A nivel nacional mediante la intervención de organismos específicos (Juntas de Granos) para la instrumentación de políticas de precios, de stocks y para la concertación de las exportaciones. A nivel internacional se intentaron diferentes tipos de acuerdos, tales como un cartel de exportadores y el Acuerdo Internacional del Trigo; en algunos casos los intentos no se concretaron, en tanto que en el caso del Acuerdo Internacional del Trigo las cláusulas económicas no se cumplieron, por lo que en la práctica se limitó al intercambio de información sobre mercados y políticas cerealeras, lo que ha contribuido a un mejor conocimiento de los mercados y al entendimiento de las políticas instrumentadas por cada país, pero no ha modificado el comportamiento de los precios.

Alternativamente (o complementariamente según los países), se han instrumentado políticas agrícolas orientadas a la regulación directa e indirecta de los mercados, tales como las contenidas en la legislación agrícola de Estados Unidos o la Política Agrícola Común. Algunas de ellas han tenido efectos estabilizadores de los mercados mundiales (los sistemas de reservas en Estados Unidos) en tanto que otras han generado fuentes interferencias entre los distintos mercados (E.E.P. de Estados Unidos, prelievos y restituciones de la CEE).

Las negociaciones que se llevan a cabo actualmente en el marco del GATT ponen el énfasis en evitar las distorsiones en los mercados y no tanto en reducir las variaciones de sus precios, aunque existe cierta relación entre ambas.

4. Barreras para el acceso y la participación de las firmas de los países latinoamericanos en las Bolsas de Cereales de Estados Unidos

a) Acceso de las firmas a las Bolsas

Las firmas exportadoras de granos y derivados de Argentina y Brasil participan --en mayor o menor medida según sus políticas y circunstancias-- en los mercados a término de Estados Unidos. Con excepción de la Junta Nacional de Granos, las principales firmas utilizan directa o indirectamente (por intermedio de sus casas matrices) dichos mercados para la cobertura de sus negocios.

Las grandes firmas multinacionales (que concentran una porción sustancial de las exportaciones) tienden a mantener posiciones consolidadas en los mercados de futuros, por lo que generalmente centralizan estas operaciones fuera de Argentina y Brasil; muchas de ellas son miembros de las Bolsas de Cereales de Estados Unidos, e inclusive de la Clearing Corporation, de manera que no enfrentan dificultades de acceso a estas instituciones.

Los principales exportadores nacionales de dichos países suelen acceder a las Bolsas de Estados Unidos por intermedio de representantes locales de las casas comisionistas, dado que tanto en Brasil como en Argentina operan dichos agentes. Tal como se detalló en los puntos del capítulo anterior, las firmas con cierto respaldo económico tienen un acceso relativamente simple a las

Bolsas de Estados Unidos por intermedio de las casas comisionistas y los modernos medios de comunicación les permiten operar en condiciones similares a las correspondientes a los países desarrollados.

Asimismo estas firmas pueden acceder a ser miembros o alquilar los derechos de los miembros de las Bolsas, dado el carácter abierto de las mismas a firmas de otros países 24/ (la Australian Wheat Board, bancos de Japón, firmas europeas son miembros); pero ello es relativamente caro, no sólo por el costo de los derechos sino también por los gastos anuales requeridos para montar una oficina en Estados Unidos y operarla, que normalmente superan a los beneficios de esta alternativa (sólo se justificaría en el caso de empresas de un volumen anual de operaciones muy grande). Existen beneficios poco tangibles derivados de la membresía, tales como la posibilidad de participar en los Comités, intervenir en la formulación y aprobación de las normas que regulan los mercados así como de otras decisiones, el acceso más directo a las informaciones, etc. Sin embargo, estas ventajas no parecen tener la entidad requerida para justificar los costos asociados a dicha alternativa, dado que el acceso a las operaciones se logra más fácilmente por medio de los brokers del mercado de término.

Las firmas cooperativas de Argentina y Brasil se encuentran, en principio, en condiciones de acceso similares a las detalladas para las firmas nacionales. De hecho algunas de ellas operan directa o indirectamente en los mercados de Estados Unidos. El menor grado de utilización que el resto de las firmas en Argentina responde más bien a las restricciones técnicas u operativas, tales como el manejo de fondos y la generación de utilidades o pérdidas fuera del país.

b) Acceso al control institucional de las Bolsas

Las características privadas de las Bolsas de Estados Unidos, su larga tradición en materia de autoregulación y la misma posición de la legislación de Estados Unidos en la materia, llevan a pensar que es muy poco factible la instrumentación de una participación institucional de los gobiernos de los países de América Latina y el Caribe en su dirección. Por otra parte, la legislación específica de Estados Unidos y la práctica constante de seguimiento de los mercados para prevenir abusos por parte del organismo público encargado de su regulación y control, otorgan un nivel de

confiabilidad relativamente alto al funcionamiento de estos mercados de granos.

c) Otras barreras impuestas por los países en desarrollo

La Junta Nacional de Granos no utiliza ni ha utilizado los mercados a término de Argentina y Estados Unidos para la realización de coberturas. Se emplea en cambio la información que brindan estos mercados, tanto para la fijación de los precios mínimos de exportación como para las actividades de exportación. En algunos casos las ventas al exterior se han concretado en premios sobre Chicago.

La falta de utilización de las coberturas en Chicago o Kansas no responde a problemas de acceso a dichos mercados; por el contrario existe un marcado interés de las casas comisionistas para que la Junta opere con futuros, en forma similar a lo que acontece con otros organismos parecidos (la Australian Wheat Board, CONASUPO de México, etc.). Los motivos que han limitado su participación son de diversa índole: políticos, reglamentarios y legales. A diferencia de Brasil, en donde desde hace ya muchos años desde el gobierno se ha impulsado y se han creado los instrumentos tendientes a facilitar las operaciones "off shore" complementarias del comercio exterior, lo que permitió la creación de "tradings" con posibilidad de operar en los mercados de futuros (por ejemplo, INTERBRAS), en Argentina las políticas oficiales no han puesto énfasis en ello e inclusive durante mucho tiempo no hubo consenso político para este tipo de actividades. En los últimos años desde el Gobierno se intentó organizar algunas "tradings", pero ellas aún no se concretaron.

Asimismo, a pesar de que la Ley de Granos le permite operar internacionalmente,^{25/} la Junta no tiene autorización para transferir divisas al exterior o recibir créditos internacionales, sin previa autorización del Ministerio de Economía o del Banco Central, lo que implica la imposibilidad práctica de operar en estos mercados (el depósito de las diferencias requiere un gran dinamismo) si no se resuelve este problema.

Uno de los principales motivos que suelen mencionar como limitantes para la utilización de las Bolsas de Cereales de Estados Unidos por parte de las firmas de los países latinoamericanos, es la necesidad de transferir fondos al exterior para el pago de los depósitos de garantía y las diferencias. El desconocimiento de las cantidades de dinero que pueden requerirse para

garantizar el cumplimiento de los contratos si los precios se modifican genera incertidumbre de gran peso para estas firmas, debido a que se trata de divisas cuyas transferencias internacionales están controladas y requieren la autorización oficial. Si bien en la actualidad se pueden transferir comisiones y otros fondos al exterior, tanto desde Argentina como de Brasil, ello no siempre ha resultado así. Durante muchos períodos en Argentina las transferencias al exterior han sido restringidas o demoradas oficialmente, lo que obligó a usar mecanismos indirectos. Hasta la reciente liberalización del mercado cambiario (abril 1989) las firmas debían comprar BONEX, cambiarlos por dólares en Uruguay y girarlos al exterior.

Vinculado al problema de las divisas se encuentran dos inconvenientes operacionales. Uno de ellos es la disparidad que puede surgir de la acreditación de fondos al tipo de cambio neto de exportación y la transferencia al exterior al tipo de cambio libre. Lo que se gana en Argentina por un aumento de precio del grano disponible se recibe a un tipo de cambio inferior al correspondiente al mercado libre, por el que se transfiere el dinero al exterior y viceversa. Si bien en el largo plazo se debería presuponer que coberturas positivas y negativas se equilibrarían, los resultados de cada negocio, e inclusive de cada año, pueden diferir notablemente.

Existen en Argentina además problemas impositivos para la consideración de estas cuentas, debido a que en los Balances no se pueden contabilizar estas pérdidas originadas en el exterior.

Todos los inconvenientes mencionados han llevado a que algunas firmas abran cuentas en el exterior al margen de los controles de Argentina, que les permiten operar más fluidamente.

La localización de las Bolsas de Cereales de Estados Unidos y las diferentes calidades de los productos involucrados plantean restricciones al tipo de operaciones a efectuar por parte de las firmas de otros países. En estos casos está excluida la posibilidad de operar con mercadería (entregar o recibir el grano de un contrato futuro, cuando las condiciones de los mercados lo recomiendan). Esta limitación sería importante para el buen desempeño del mercado si aconteciera lo mismo con las firmas de Estados Unidos pero éste no es el caso en los mercados de granos de ese país (Gray, 1965).

V. IMPACTO DE LA UTILIZACION DE LAS BOLSAS DE CEREALES DE
ESTADOS UNIDOS SOBRE LOS PAISES DE AMERICA LATINA
Y EL CARIBE. CONCLUSIONES

Las Bolsas de Cereales de Estados Unidos han tenido tradicionalmente una gran importancia en el comercio mundial de granos, en la formación y diseminación de los precios, en la formulación y negociación de las exportaciones y en las estrategias comerciales de las firmas participantes en el sistema comercial granario. Ello ha sido así desde sus inicios, en virtud de que Estados Unidos ha sido (y sigue siéndolo) el principal exportador mundial de granos y derivados; pero su importancia relativa ha crecido en los últimos dos decenios como consecuencia de los cambios en los flujos del comercio mundial (el mercado de Rotterdam perdió relevancia relativa como punto de referencia, a favor de los precios en los mercados a término y FOB de Estados Unidos) y porque la mayor interdependencia de los mercados de factores, productos y otros instrumentos financieros a nivel mundial ha contribuido a un uso creciente de los mercados a término de Estados Unidos especialmente el de Chicago.

Las Bolsas de Cereales de Estados Unidos proveen la estructura física y normas para que compradores y vendedores de todo el mundo formen los precios en condiciones de competencia. La magnitud de las operaciones de los mercados a término de Chicago es muy elevada, sustancialmente superior al comercio mundial de granos, mostrando el carácter esencialmente especulativo de estos mercados. Las cotizaciones cambian constantemente, en función de las informaciones y expectativas de los operadores sobre los factores fundamentales que condicionan la oferta y demanda de granos y derivados, así como respecto del marco macroeconómico y político a nivel mundial. Su carácter especulativo no invalida su importancia como mecanismos para la formación de los precios de Estados Unidos y del resto de los países competidores en el comercio mundial de estos productos; y, de hecho ellos son empleados masivamente por las firmas comerciantes de granos de todos los países. Aún en los casos en que instituciones oficiales o semipúblicas (Juntas de Trigo de Australia, Canadá, etc., organismos oficiales de importación de los países de economías centralmente planificadas, etc.) monopolizan el comercio exterior de

sus respectivos países, los precios de Kansas y Chicago son empleados como referencia.

Los mercados a término han contribuido a incrementar los niveles de precios de los granos, mediante la incorporación de especuladores, que en el agregado están "long" la mayor parte del tiempo; han contribuido a reducir las variaciones estacionales de oferta y precios (reduciendo los "precios de mercado del almacenamiento", que generalmente no cubren los "carrying charges"); pero también han facilitado la incorporación inmediata de los factores condicionantes políticos y macroeconómicos mundiales a los precios de los granos, lo que ha contribuido a que éstos registren alta volatilidad en los plazos breves. Existen controversias no resueltas acerca de las causas de la variabilidad; no está claro si los especuladores cambian de expectativas frecuentemente ante la incertidumbre y nuevas informaciones sobre producción, consumo, stocks y otros eventos en el resto de mercados de factores, productos, instrumentos financieros, o bien si su participación en los distintos mercados es la que genera las variaciones y sobrerreacciones. Independientemente de cuál sea la causa, la realidad muestra una creciente interdependencia de los mercados mundiales y de los países, favorecida por los medios masivos de comunicación y por la existencia de las Bolsas.

Los precios de los granos y derivados de los contratos a término de Estados Unidos son públicos y diseminados inmediatamente a todo el mundo, lo que sirve de base para la operación en los mercados de disponible y futuros de los países de América Latina y el Caribe, contribuyendo a dar transparencia a las transacciones internacionales. Las cotizaciones en estos mercados son difundidas en los principales medios de información económica de Argentina y Brasil; pero el conocimiento de los mercados de futuros y de las implicaciones de su uso no es profundo a nivel de los productores e inclusive de los comerciantes de estos países, por lo que sería recomendable encarar acciones tendientes a difundirlos.

La formulación de las ofertas y la mayor parte de los contratos de exportación del complejo soja de Argentina y Brasil se concreta en "premios" sobre (o bajo) los contratos más próximos de Chicago. Ello facilita el manejo de las firmas procesadoras y exportadoras, pero contribuye además a posibilitar la concertación de ventas a mayores plazos y ordenar la oferta al

exterior de los países exportadores, dado que reduce los riesgos de los operadores. Las ventas lejanas (para embarques más distantes) de maíz, sorgo y trigo de Argentina también se suelen concertar en premios por dicho motivo (menor riesgo de precio).

Los mercados a término de Estados Unidos brindan oportunidades para que los productores, procesadores y comerciantes de granos de los países de América Latina y el Caribe puedan mejorar su desempeño mediante su utilización para: a) la determinación y selección de los precios de venta (o compra); b) reducir las necesidades de capital de trabajo; c) facilitar el acceso al financiamiento; d) decidir la conveniencia de inversiones en infraestructura de almacenamiento y existencias; e) la concertación de negocios en premios; f) la cobertura de riesgos; y g) la formulación de los presupuestos (requerimientos de divisas).

La variabilidad de los precios de los granos y derivados ha destacado la importancia de la utilización de los futuros en la cobertura de riesgos basada en la alta correlación existente entre los precios del grano disponible y las cotizaciones de los contratos futuros; la reducción del riesgo de precios (total), al limitarlo al riesgo de "premios" mediante las coberturas y las opciones, tiene gran importancia para los comerciantes en granos, que operan grandes volúmenes con márgenes reducidos, por lo que están muy expuestos a las variaciones temporales de los precios.

Pero la falta de paralelismo entre las cotizaciones en los mercados a término de Estados Unidos y en los mercados internos y FOB de Argentina y Brasil reduce la eficiencia de las coberturas efectuadas en Estados Unidos planteando mayores restricciones a su utilización en estos países. Los cambios en las condiciones de oferta y demanda locales, las interferencias de las políticas de subsidios directos e indirectos al comercio de granos por parte de Estados Unidos, los eventuales problemas logísticos locales, los cambios en las tarifas de transporte y servicios de fobbing y las variaciones en los tipos de cambio netos de exportación (en su paridad frente al dólar) y en otras políticas internas son fuentes de asimetría en la evolución de las cotizaciones.

En algunos casos, especialmente en trigo y en alguna medida en maíz en Argentina, las diferencias temporales en los precios FOB durante cada ciclo

comercial en los períodos previos a la concentración de los embarques son menores a las diferencias en los "premios" (el riesgo del "premio" es mayor al de precios). El complejo oleaginoso en Argentina y especialmente en Brasil tiene un comportamiento menos sesgado. Los problemas son mayores aún cuando se correlacionan con los precios internos.

Si bien la cobertura en las bolsas de Estados Unidos no elimina los riesgos vinculados a las variaciones temporales de todos los componentes que forman precios internos e internacionales de los granos y derivados exportados por los países de Latinoamérica y tiene ciertos costos adicionales para la operación con divisas (en los movimientos financieros requeridos para participar en estos mercados) que no tienen las firmas de Estados Unidos, su utilización constituye un instrumento interesante para mejorar las estrategias comerciales de las firmas participantes, dado que la gran variabilidad de precios registrada en las últimas dos décadas y que posiblemente continúe, plantea serias dificultades e incertidumbres a las firmas que están sujetas a tales cambios. Las asimetrías en alguna medida pueden preverse y plantean la necesidad de un seguimiento constante de todas las variables involucradas, para poder decidir en que circunstancias convienen o no las coberturas, opciones, arbitrajes, etc., incorporando la dimensión especulativa a la comercialización de granos en estos países.

La falta de estudios sistemáticos sobre estos temas en los países de América Latina y el Caribe constituye una restricción importante, dándose la paradoja que la mayor parte de las investigaciones se han concentrado en Estados Unidos en donde las divergencias son menores.

Las asimetrías en la evolución de los precios en los mercados de Estados Unidos y los mercados de los países de América Latina y el Caribe no pueden ser totalmente evitadas, debido a la diversidad de los factores condicionantes. Por ello, complementariamente a la mayor utilización de las Bolsas de Estados Unidos, debe pensarse en el desarrollo de los mercados a término locales. Tanto en Argentina (que en este caso tiene una mayor experiencia y desarrollo) como en Brasil, la comercialización interna de granos no ha visto facilitada y ordenada con la existencia de mercados a término que funcionan eficientemente. En este sentido, en Argentina, en abril de 1988 se autorizó la operación en dólares (además de en moneda local), pero

las restricciones vigentes hasta abril de 1989 en materia cambiaria limitaron seriamente la participación de los especuladores, por lo que estos mercados han carecido de la liquidez requerida para asegurar su buen desempeño.

En estos casos se podría pensar en programas de asistencia técnica, tendientes a precisar los alcances de las acciones requeridas para remover los factores limitantes, y financiera para instrumentar los programas de difusión y mejoramiento de la infraestructura de comunicaciones de estos mercados.

Las variaciones de "premios" en períodos cortos (dentro del mes) son muy reducidas tanto en Brasil como en Argentina, por lo que en estos casos las coberturas de riesgos en los mercados de futuros de Estados Unidos para operaciones de venta FOB resultan eficientes.

Los principales exportadores de Argentina y Brasil no tienen problemas de acceso a las Bolsas de Estados Unidos, dado que pueden operar directamente o por intermedio de sucursales (que algunas casas comisionistas han instalado en ambos países) y que la mayor parte de las firmas cumple con los requisitos normalmente exigidos por dichas casas. No se requiere ser miembro de las Bolsas para comprar o vender futuros y los costos (comisiones) para operar por intermedio de los brokers son relativamente bajos: varían desde 15 a 100 dólares por contrato (5.000 bushels) según el tamaño del cliente, siendo frecuentes los niveles de 20-25 dólares para las firmas de ciertas dimensiones, por lo que su incidencia porcentual en los montos de las operaciones es muy reducida (no significativa).

Los márgenes requeridos por las casas comisionistas pueden ser depositados en bonos y otros activos que generan intereses, por lo que no habría un costo inicial asociado a los márgenes por sí mismos. Por otra parte, dado que los precios futuros son estimaciones no sesgadas de los precios del disponible, el valor esperado de los depósitos de las diferencias es cero por lo que las pérdidas y ganancias se neutralizarían (los positivos se equilibran con los negativos).

Un problema que puede surgir de los registros contables de las operaciones con disponible y futuros, es que la venta a un menor precio de grano disponible no se registra como una pérdida (es un costo de oportunidad), en tanto las pérdidas en mercados de futuros sí se contabilizan.

Una de las barreras existentes para una mayor utilización de los mercados de Estados Unidos es la necesidad de disponer de fondos en el exterior (o bien la posibilidad de girarlos inmediatamente), para los depósitos de márgenes y diferencias que se registran diariamente. Desde hace mucho tiempo en Brasil se ha fomentado la utilización (oficial y privada) de los mercados de futuros en terceros países.

En Argentina, en cambio, no ha acontecido lo mismo; durante muchos años, hasta abril de 1989, las transferencias de divisas estuvieron controladas oficialmente, restringidas y dificultadas. Han existido mecanismos alternativos (más o menos legales) para viabilizar las transferencias de divisas o bien la apertura de cuentas en el exterior, pero la legislación impositiva y las normas cambiarias no han contribuido a dar fluidez a dichos mercados.

Ello ha sido particularmente importante para la Junta Nacional de Granos y para las firmas de menores dimensiones (productores, acopiadores, cooperativas u algunos exportadores), que no han podido operar en dichos mercados de futuros, generando una asimetría en los instrumentos a los que han accedido los distintos tipos de participantes, lo cual ha repercutido negativamente en el desempeño de los mercados de granos en Argentina. En efecto, la falta de desarrollo de los mercados a término locales, las dificultades de acceso de los operadores del mercado interno a los mercados de Estados Unidos, y los problemas de disparidad de acceso y costos de financiamiento de la producción y comercialización, en los últimos años han contribuido a un pobre desempeño del mercado de granos; que se ha reflejado en menores precios de exportación --especialmente para trigo-- (es decir en aumento de los descuentos de precios frente a los obtenidos por países competidores) y en precios internos reducidos y con marcada estacionalidad en detrimento de los productores (en particular los de menores dimensiones).

El hecho de que la práctica normal del comercio mundial de granos se basa en las cotizaciones en los mercados a término de Estados Unidos determina que, independientemente de los problemas que éstos puedan tener en cuanto a su representatividad de las condiciones de oferta y demanda mundial de los granos y en cuanto a su volatilidad y sobrerreacciones, su no utilización por parte de algunas instituciones de los países latinoamericanos constituye una

limitación para su buen desempeño; por ello, parece razonable tender a remover las barreras existentes para lograr una mayor utilización de dichos mercados.

Una activa política de ventas al exterior de la Junta Nacional de Granos se vería claramente favorecida con la operación en los mercados de futuros de Estados Unidos; las ventas anticipatorias le permitirían seleccionar los momentos óptimos de ventas y las coberturas contribuirían a reducir los riesgos de precios que habitualmente asume. Para acceder a este tipo de operaciones la Junta debería recibir la autorización del Banco Central para abrir una cuenta y tener depositados fondos en el exterior, lo que generalmente ha sido limitado ante la escasez de divisas del país.

Alternativamente se podría negociar una financiación internacional con este propósito, lo que parece un mecanismo más aceptable; para ello algún organismo internacional de financiamiento (Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo) podría contribuir a constituir este tipo de fondos, que se depositarían (invertirían) en Estados Unidos para poder asumir el pago de los márgenes y diferencias.

Ello debería ir acompañado con la instrumentación de normas y mecanismos tendientes específicamente a facilitar la utilización de los mercados a término de Estados Unidos. Entre ellos merecen destacarse los aspectos cambiarios (para la libre transferencia de divisas con este propósito, en forma similar a lo que acontece con las transferencias de comisiones o gastos de transporte) y los aspectos fiscales (la posibilidad de incorporar explícitamente las ganancias y pérdidas correspondientes a las operaciones en los mercados a término).

Un mayor conocimiento y uso de los mercados de futuros de Estados Unidos podría resultar de interés para las importaciones de los países de América Latina y el Caribe, teniendo en cuenta que dicho país es el principal exportador a la región y que una elevada proporción de los negocios usa a las cotizaciones en dichos mercados como base de referencia de los precios. El balance de los beneficios versus los costos es, en principio, más favorable que para el caso de las exportaciones, en virtud de que las asimetrías entre los precios internos de los países importadores de Latinoamérica y el Caribe y las cotizaciones de los mercados de futuros de Estados Unidos, tienen menor incidencia en los resultados de las operaciones de importación. La estructura

institucional de importaciones de muchos de los países de la región (con alta participación estatal) facilita el manejo de la asimetría; pero las restricciones que suelen enfrentar estas organizaciones de compra, tanto para el acceso a las divisas como para su eficiente participación en los mercados externos, constituyen debilidades y barreras de cierta significación.

VI. RECOMENDACIONES Y ALTERNATIVAS DE POLITICAS

1. Utilización de las Bolsas de Cereales de Estados Unidos por parte de los países en desarrollo

Tal como ha sido detallado en el capítulo V, las Bolsas de Cereales de Estados Unidos se emplean principalmente como fuentes de información, como bases de contratación y para la cobertura de riesgos en los países exportadores de América Latina y el Caribe, porque su utilización otorga ventajas a pesar de que los mercados de estos países presentan limitaciones de índole económica para asegurar la eficiencia de las coberturas (asimetrías en la evolución de los precios) y de que existen --especialmente en Argentina-- barreras para una fluida operación en dichas Bolsas. Estos problemas afectan en forma diferenciada a los distintos tipos de agentes o instituciones vinculadas al comercio de granos, lo que introduce sesgos indeseables que repercuten en el desempeño de los mercados.

Teniendo en cuenta los beneficios de una más homogénea y más transparente utilización de dichos mercados por parte de todos los participantes sería deseable:

a) Mejorar el conocimiento acerca de su utilización mediante algún programa de asistencia técnica.

b) Eliminar las trabas existentes para su eficiente operación, principalmente en Argentina, autorizando expresamente las transferencias fluidas de las divisas correspondientes a las actividades en estos mercados.

c) Gestionar la financiación internacional (BID, BIRF, etc.) para la constitución de los fondos requeridos para el depósito de los márgenes y diferencias.

Similares apreciaciones pueden efectuarse para eventuales utilizaciones de los mercados a término de Estados Unidos por parte de los países importadores. Si bien este aspecto no fue contemplado específicamente en este documento, en principio, los beneficios de un mayor conocimiento y uso de estos mercados resultaría de interés para este grupo de países.

2. Fortalecimiento de los mercados locales

Las asimetrías existentes entre las cotizaciones en el mercado interno de los países latinoamericanos y las cotizaciones en Chicago y Kansas, así como otros problemas que limitan un buen desempeño de la comercialización interna de los granos (tales como concentración estacional de la oferta, los problemas de financiamiento, las dificultades para la toma de decisiones de inversión y de mantenimiento de existencias) plantean la necesidad de fortalecer los mercados a término locales de Argentina, o bien desarrollarlos en Brasil. Tal como ha sido diagnosticado para Argentina (Lamarca, 1988; Regúnaga, 1988) los problemas de la comercialización interna de los granos no sólo repercuten en menores ingresos para los productores, sino que también suelen originar descuentos excesivos en los precios FOB de exportación. Un mejor funcionamiento de los mercados a término locales es uno de los factores que contribuirá a mejorar el desempeño del sistema comercial argentino.

Actualmente los mercados a término de Argentina son muy poco utilizados por los comerciantes y menos aún por los especuladores. Los volúmenes negociados son muy pequeños (tanto en niveles absolutos como relativos a la producción) y su liquidez muy baja, por lo que no resultan confiables ni atractivos para los operadores. Ello ha sido atribuido a diversos factores: a) la inflación, especialmente por los problemas financieros que genera en el depósito de las diferencias y por las dificultades de pronosticar precios futuros en contextos altamente cambiantes; b) políticos institucionales, originados en el carácter imprevisible, discrecional y a veces arbitrario de las intervenciones oficiales en los mercados, que han interferido en su normal evolución; c) culturales, vinculados a la percepción crítica que ha existido en el país sobre la actividad de los especuladores; d) desconocimiento de las ventajas de su utilización por parte de muchos de los operadores y la carencia de estudios que analicen su funcionamiento y eficiencia en la cobertura de riesgos y otras funciones; e) el alto riesgo de manipulación y de otras distorsiones derivado de su baja liquidez y del reducido volumen de operaciones.

La reciente autorización para la operación en dólares ha mejorado algunos aspectos, pero hasta el presente los volúmenes negociados siguen siendo muy

reducidos, debido a que continúan vigentes algunas de las limitaciones señaladas precedentemente. Por ello se estima conveniente efectuar una revisión detallada de los problemas intrínsecos de estos mercados (sistemas de márgenes y diferencias, número de posiciones y lugares de entrega, número de mercados --en dólares y en moneda local--, acceso de nuevos accionistas, procesamiento computarizado y difusión de la información sobre cotizaciones, open interest, etc., seguimiento de los operadores) y aquellos derivados del marco político-institucional (limitaciones para operar en divisas al tipo de cambio libre, posibles interferencias del gobierno, control institucional, etc.) a los efectos de instrumentar los cambios requeridos.

3. Otras alternativas para el incremento de los precios de exportación de los granos y derivados de los países en desarrollo de América Latina y el Caribe

El aumento en el valor de las exportaciones de los países en desarrollo puede lograrse mediante la instrumentación de diversos tipos de acciones en el plano internacional, que tiendan a mejorar el acceso a los mercados y promuevan una reducción de los subsidios y otras distorsiones del comercio mundial, y en el plano interno, mediante la modernización institucional y la mejora en diversas funciones auxiliares tales como la información de mercados y el financiamiento de la comercialización.

a) Acciones en el plano internacional

Actividades Multilaterales. La incorporación de la agricultura en la negociación amplia del GATT, ha abierto una instancia para lograr avances en la liberalización del comercio mundial. El momento actual es apropiado para que los países exportadores de granos y derivados de América Latina ejerzan el máximo de presiones políticas para lograr ciertos avances. En este sentido las acciones mancomunadas con el Grupo Cairns constituyen una alternativa más efectiva que la que surgiría de actividades aisladas de los países.

Otras actividades multilaterales tales como los acuerdos internacionales en materia de granos con cláusulas económicas tendientes a estabilizar los precios (por ejemplo, el Acuerdo Internacional del Trigo) resultaron de difícil instrumentación y fracasaron. Debe notarse que este tipo de acuerdos

no es aceptado por Estados Unidos, cuyo liderazgo en materia de protección y comercialización mundial es determinante.

Actividades bilaterales. Las reducidas expectativas de lograr resultados positivos en el corto plazo en los foros multilaterales sugieren la conveniencia de encontrar mecanismos de cooperación a nivel bilateral tanto entre países exportadores como con países importadores. En estos casos la posibilidad de encontrar beneficios mutuos es mayor, especialmente cuando se trata de países de la región. En este sentido los acuerdos de integración político-económica con países latinoamericanos (tal es el caso de los existentes entre Argentina y Brasil o Argentina y Uruguay) han demostrado ser instrumentos positivos para favorecer las colocaciones de granos para los países exportadores y garantizar el abastecimiento a precios competitivos para los importadores, aprovechando las ventajas que otorgan la localización, los intercambios recíprocos y la voluntad política de cooperación entre estos países.

En general los acuerdos de abastecimiento de granos (usualmente denominados long term agreements) favorecen la comercialización anual de las cosechas por parte de los países exportadores, al reducir los volúmenes no comprometidos para la exportación de cada año; se reducen y concentran en menos países los esfuerzos de colocación en terceros mercados. Ello es así en la medida en que estos convenios tengan estricto cumplimiento (algunos países, por ejemplo China y últimamente la Unión Soviética, no han cumplido sus acuerdos, lo que agrega incertidumbre al mercado que a veces es más nociva que los beneficios mencionados) y mecanismos claros de información y consulta.

Asimismo la necesidad de acceder a mercados de países con requerimientos diversos (precios competitivos, crédito, calidad, asistencia técnica, etc.), implica un diagnóstico y seguimiento diferenciado de los principales mercados por parte de los organismos específicos destinados a la promoción y ejecución del comercio de los países en desarrollo. Tal como ha sido señalado en diferentes estudios realizados acerca del comercio intrarregional, una de las barreras existentes para el incremento del mismo es la falta de buenos sistemas de información sobre los requerimientos, disponibilidades y normas de importación y exportación de cada país. Lo mismo puede señalarse para el comercio con los países en desarrollo de otras regiones.

b) Otras acciones en el plano interno

Las particularidades de los diferentes países exportadores de América Latina limitan las posibilidades de efectuar un análisis detallado del tema dentro del marco del documento. Por ello sólo se mencionan algunos elementos generales, entre los que se destacan: la necesidad de una modernización y fortalecimiento de las instituciones públicas y privadas vinculadas al comercio de granos (Junta Nacional de Granos de Argentina y organismos similares de otros países latinoamericanos, Bolsas de Cereales, cooperativas agropecuarias, etc.); la necesidad de mejorar el financiamiento de la comercialización interna y externa, que se ha limitado y encarecido sensiblemente en los últimos, induciendo a la concentración estacional de las ventas y a la reducción de los precios de exportación en estos períodos; la necesidad de incrementar la capacidad y eficiencia de la infraestructura comercial (elevadores, puertos, etc.); y la necesidad de mejorar los sistemas de información de oferta, demanda y precios en cada uno de los países.

La crisis económica y del sector externo que enfrentan los países de la región ha implicado una reducción de los presupuestos oficiales asignados a las funciones e instituciones mencionadas, lo que ha operado en detrimento de la eficiencia de los sistemas comerciales. Teniendo en cuenta la importancia de la agricultura de granos como fuente de divisas en algunos de estos países así como sus actuales restricciones presupuestarias, deberían contemplarse alternativas de asistencia técnica y crediticia por parte de las instituciones internacionales afines, en el entendimiento de que la mejora en el desempeño de los sistemas comerciales contribuirá a incrementar el valor de sus exportaciones.

Notas

1/ En Francia las ferias medievales de Champagne eran famosas y constituían los mercados más desarrollados en cuanto a las normas establecidas.

2/ Cada comprador o vendedor de un contrato a término debe instrumentar su negocio por intermedio de un socio de la Bolsa (corredor-broker), quien al finalizar cada día, debe liquidar todas las compraventas de sus clientes por medio de un miembro de la "Clearing House" (si él no es uno de los socios de esta institución). De este modo, independientemente de lo que ocurra entre un cliente y un miembro de la Bolsa, la confiabilidad del sistema se basa en la reputación y el respaldo económico de los integrantes de la Clearing House, que son los responsables del cumplimiento de los contratos.

3/ Tal es el caso de los estudios realizados por diversos organismos de gobierno de Estados Unidos (U.S. Industrial Commission 1900-01, U.S. Federal Trade Commission 1920-26) que proveyeron evidenciar acerca de la performance de estos mercados.

4/ Actualmente estos bonos constituyen los contratos más activamente comercializados en el mundo.

5/ Estos márgenes son diferentes de los que son exigidos por los brokers a los clientes.

6/ Cuando aparecen diferencias entre lo informado por los brokers (por errores de interpretación o porque sólo uno de los brokers envió la información de una parte de una compraventa), si la disputa no se resuelve entre ellos inmediatamente, esa transacción no se liquida ese día y se solicita a los brokers que ajusten sus diferencias antes o en la apertura de la rueda del día siguiente, de modo que ese contrato se liquida con un día de atraso.

7/ Debe notarse que lo que se pretende evitar son las manipulaciones, pero no los movimientos del mercado atribuibles a sus factores condicionantes, tanto los propios de oferta y demanda del producto en cuestión, como los de otros productos, bienes y monedas, que también interactúan.

8/ En Japón se ha desarrollado un mercado CIF, pero que no se usa como indicador para otros países.

9/ Los subsidios directos e indirectos por Estados Unidos y la CEE para el comercio exterior de granos y sus derivados no han modificado sustancialmente esta situación, dado que se incorporan o bien se tienen en cuenta al considerar el precio FOB. En el caso de los puertos de Europa, los precios FOB ya incorporan las restituciones a las exportaciones de la CEE y en el caso del EEP (subsidio de Estados Unidos), se otorgan montos que se deben deducir del precio FOB.

10/ Nótese que son mercados donde participan exclusivamente firmas que operan con físico (comerciales); pero ello no implica que éstas no especulen o tomen posiciones largas o cortas también en estos mercados, especialmente en Argentina o Brasil; en donde la falta de desarrollo de los mercados a término en divisas ha contribuido a fomentar este tipo de operaciones.

11/ Las modalidades de fijación pueden variar de acuerdo a los contratos, siendo bastante frecuente la alternativa en la cual la fecha es a opción del comprador.

12/ Debe notarse que el listado de productos para los que la JNG fija precios índice y/o FOB mínimos es muy grande, desde los granos principales (maíz, trigo, soja, etc.), hasta algunos granos menores (alpiste, mijo, poroto, etc.) que no se cotizan en los mercados a término de Estados Unidos por lo que los criterios seguidos varían en función de los productos.

13/ En 1920 operó 21.100 tn, en tanto que en 1987 sólo alcanzó a 1.850 tn de acuerdo a un estudio realizado recientemente por el IICA. "Mercado de Cereales a Término, propuestas para su adecuación". MACERA, José, Junio 1987. Buenos Aires.

14/ Debe notarse que, a los efectos conceptuales, se ha incluido una fórmula simplificada, que no incorpora otras variables que también modifican el poder de compra de los exportadores en el mercado interno (tales como el manejo financiero de los recursos derivados de la prefinanciación de las divisas, las subfacturaciones, la actividad local de la industrialización aceitera cuyo poder de compra incorpora además los costos de elaboración, etc.), pero que no cambian el razonamiento básico respecto del tipo de cambio.

15/ Un análisis más detallado de estas alternativas ha sido incluido en la primera parte.

16/ Principalmente para las exportaciones de trigo.

17/ Tal es el caso de las cooperativas de segundo grado, y algunas empresas privadas de Argentina y Brasil, especialmente en este último país.

18/ Las ventas a Irán, México, China, India, Brasil, etc. generalmente involucran grandes volúmenes.

19/ Como contrapartida las ventas a término no eliminan los riesgos de cambios en los premios, plantean dificultades prácticas para los pequeños productores por la estandarización de los contratos (volúmenes mínimos) y las vinculadas a los depósitos de márgenes y garantías.

20/ Algunas firmas exportadoras de Argentina y Brasil son ramificaciones de empresas que son miembros de las Bolsas de Estados Unidos. La Australian Wheat Board decidió comprar una acción. Pero, en general, los costos de las acciones son muy altos en relación a los beneficios que pueden obtener firmas de otros países.

21/ A título ilustrativo puede señalarse que el último Congreso Internacional de Economistas Agrícolas celebrado en Buenos Aires en 1988, versó sobre toda esta problemática, "La agricultura y los gobiernos en un mundo interdependiente".

22/ Gray and Rutledge (1971) efectuaron una extensa y detallada recopilación bibliográfica sobre la evidencia histórica en cuanto a fluctuaciones de los precios.

23/ Nótese que la liquidez en los mercados está dada principalmente por los especuladores y ha sido destacado que uno de los motivos de fracaso o pobre desempeño de estos mercados es la falta de liquidez (Gray, 1965; Marsana, 1988).

24/ Dentro de los países latinoamericanos sólo Cuba no tiene acceso a la Bolsa de Chicago.

25/ La Ley de Granos es muy amplia, dado que crea un fondo comercial, independiente del presupuesto administrativo, y le permite "en el ejercicio de ese comercio, realizar toda clase de operaciones, al contado o a plazos...".

BIBLIOGRAFIA

- Banco Mundial, Price Prospects for Major Primary Commodities", Washington. 1987.
- CAVES, R.E. (1977-1978), "Organization, Scale and Performance on the Grain Trade". Food Research Institute Studies 16.
- COMMERCE CLEARING HOUSE, Inc. (1987), "Commodity Exchange Act As Amended and Regulations Thereunder".
- COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION. (1987) "Annual Report 1987".
- CFTC (1988), "Commitments of Traders", September.
- CHICAGO BOARD OF TRADE (1985), "Commodity Trading Manual".
- CHICAGO BOARD OF TRADE (1986), "Speculating in Futures".
- CHICAGO BOARD OF TRADE (1987), "Annual Report".
- CHICAGO BOARD OF TRADE (1988), "Understanding Basis".
- EDWARDS, Gonzalo (1983), "An Evaluation of Alternative Purchase Strategies For Chilean Wheat Importers". U.M.I. Berkeley.
- FLOOD, David (1981), "A Survey of Thailand's Commodity Marketing Problems and of the Proposed Establishment of a Thai Futures Exchange", Bangkok. USAID. December.
- FRY, James (1984), "The Evolution and Role of Commodity Exchanges", Landell Mills Commodities Studies, London, England.
- FRY, James and KOFI, Tetteh (1983), "Commodity Exchanges and their Impact on the Trade of Developing Countries",. UNCTAD, May.
- FUTURES INDUSTRY ASSOCIATION, Inc. (1977), "Commodity Futures Course".
- GARCIA, Ph., LEUHHOLD, R. and ZAPATA, H. (1986), "Lead-Lag Relation Ships Between Trading Volume and Price Variability: New Evidence", Journal of Futures Markets, Vol 6, N° 1.
- GORDON, Kathryn and RAUSSER, Gordon, (1984), "Country Hedging for Real Income Stabilization: a Case Study of South Korea and Egypt", Journal of Futures Markets, Vol 4, N° 4.
- GRAY, Roger (1965), "Why Does Futures Trading Succeed or Fail: An Analysis of Selected Commodities", Futures Trading Seminar of the Chicago Board of Trade.

GRAY, Roger and RUTLEDGE, David (1971), "The Economics of Commodity Futures Markets: a Survey". Review of Marketing and Agricultural Economics, Vol. 39, N° 4, December.

GRAY, R. and PECK, Anne (1981), "The Chicago Wheat Futures Market: Recent Problems in Historical Perspective". Food Research Institute Studies, Vol. 18, N° 1.

HIERONYMUS, Thomas (1978). Economics of Futures Trading for Commercial and Personal Profit, Commodity Research Bureau, Inc. New York, June.

IRWIN, H. (1954), Evolution of Futures Trading, Madison, Wisconsin. Mimir Publishers, Inc. 1954.

JUNTA NACIONAL DE GRANOS (1987). "Anuario 1987" y varios números de la publicación quincenal. "Indicadores de Coyuntura del Mercado de Granos".

JUST, R. and RAUSSER, G. (1981). "Commodity Price Forecasting with Large Scale Econometric Models and the Futures Markets". American Agricultural Economics Association.

KIPNIS, Gregory (1984) "Macroeconomic Factors in the Commodity Market Outlook", en Handbook of Futures Markets, Perry J. KAUFAMN, John Willey and Sons Inc.

KUHN, Betsey, SHAVIRO, Frieda and BURKE, Margaret (1985), "Market Regulation and International Use of Futures Markets", American Journal of Agricultural Economics, Vol. 67, N° 5, Diciembre.

LAMARCA, Patricio (1988), "Diagnóstico de la Situación del Sistema Comercial Argentino de Granos y Subproductos". Documento N° 18. IICA Oficina en Argentina.

LENCE, Sergio (1985), "Comportamiento de las Cotizaciones de trigo en el Mercado a Término de Buenos Aires". C.A.R. N° 15 Buenos Aires.

MACERA, José (1987), "Mercado de Cereales a Término. Propuestas para su Adecuación". IICA Oficina en Argentina. Junio.

MARSANA, Mario (1988), "Mercados de Futuros para Granos". Informe 2.13.IICA Oficina en Argentina. Septiembre.

NELSON, Ray (1985), "Forward and Futures Contracts as Preharvest Commodity Marketing Instruments", American Journal of Agricultural Economics, Vol. 67, N° 1.

OSTER, Merrill (1984), "Commodity futures for Profit, A Farmers' Guide to Hedging". Professional Farmers of America. January.

- PAUL, Allen, HEIFNER, Richard and GORDON, J.D. (1985), "Farmers Use of Cash, Forward Contracts, Futures Contracts and Commodity Options". ERS - AER N° 533. USD. May 1985.
- PECK, Anne (1981), "The Adequacy of Speculation in the Wheat, Corn and Soybean Futures Markets", en R. Goldberg ed., Research in Domestic and International Agribusiness Management, Vol. II.
- PECK, Anne (1982), "Futures Markets, Food Imports and Food Security". Agrep. Working Paper N° 43 World Bank.
- PEARCE, B. (1976), "The Grain Industry" Minneapolis. Cargill Inc. 1976.
- POWERS, Mark and TOSINI, Paula (1977), "Commodity Futures Exchanges and the North-South Dialogue". American Journal Agricultural Economics, Diciembre.
- FRUIT, S. TAWARANGKON, W AND WEI, K. (1987), "Chernobyl, Commodities and Chaos: An Examination of the Reaction of Commodity Futures Prices to Evolving Information", Journal of Futures Markets, Vol. 7, N° 5.
- REGUNAGA, Marcelo (1988), "La Competitividad de la Producción de Granos Argentina en el Mercado Internacional". Publicado en La Economía Agraria Argentina, AAEA-IICA Oficina en Argentina.
- REGUNAGA, Marcelo (1988), "Estructura y Desempeño del Sistema de Comercialización de Granos y Derivados en Argentina". IICA Oficina en Argentina.
- RINEHIMER, David (1984), "Hedging". Publicado en Handbook of Futures Markets, Perry J. KAUFMAN, John WILLEY and Sons Inc.
- RUTLEDGE, David (1984), "Trading Volume and Price Volatility: New Evidence of the Price Effects of Speculation". International Futures Trading Seminar Proceedings, V. Chicago Board of trade.
- SHEALES, Terence and TOMEK, William (1987), "Hedging Australian Wheat Exports Using Futures Markets", Journal of Futures Markets, Vol. 7, N° 5.
- STENDERUP, Christian (1986), "Hedging World Cash Prices with CBOT Soybean Complex Futures", Chicago Board of Trade, Vol. 5, N° 5. September-October.
- TEWELES, Richard 1984. "The Mechanics of Futures Trading". Publicado en Handbook of Futures Markets, Perry J. KAUFMAN. J. WILLEY and Sons Inc.
- THOMPSON, Sara Helen (1985), "Use of Futures Markets for Exports by Less Developed Countries", American Journal of Agricultural Economics, Vol. 67, N° 5.
- THOMPSON, Stanley and BOND, Gary (1985), "Basis and Exchange Risk in Offshore Futures Trading", American Journal of Agricultural Economics, Vol. 67, N° 5.

TOMEK, William (1988), "Effects of Futures and Options on Farm Incomes", Publicado en Options, Futures and Agricultural Programs. Symposium Proceedings", USDA, February.

USDA - FAS. Varios Números de publicaciones mensuales. Grains and oil seeds.

WORKING, Holbrook (1953), "Futures Trading and Hedging". American Economic Review, Vol. XLIII, N° 3, June.

WORKING, Holbrook (1954), "Whose Markets: Evidence on Some Aspects of Futures Trading", Journal of Marketing, Vol. XIX, N° 1, July.