

Distr.
RESTRINGIDA
LC/R.899
31 de Mayo de 1990
ORIGINAL: ESPAÑOL

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

**LAS BOLSAS DE PRODUCTOS BASICOS DE LOS PAISES DESARROLLADOS
Y 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 trabajo no ha sido sometido a revisión editorial.

INDICE

	<u>Página</u>
I. EVOLUCION HISTORICA	1
II. UTILIZACION DE LAS BOLSAS DE PRODUCTOS	4
1. Principales roles y beneficios	4
2. Utilización de las bolsas de productos por parte de las firmas de América Latina y el Caribe	14
III. INTERROGANTES Y LIMITACIONES QUE SE PLANTEAN EN LOS PAISES DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE PARA LA UTILIZACION DE LAS BOLSAS DE PRODUCTOS	18
1. Representatividad en los precios de las bolsas de productos de los factores fundamentales que influncian los mercados físicos	18
2. Las limitaciones derivadas de la falta de representatividad de las condiciones de oferta y demanda locales de los países de América Latina y el Caribe	27
3. La volatilidad de las cotizaciones de las bolsas	29
4. Las barreras para el acceso a las bolsas de Estados Unidos y Londres por parte de las firmas de los países de América Latina y el Caribe	30
IV. CONCLUSIONES	33
V. RECOMENDACIONES	41
1. Promover un mayor crecimiento y utilización de las Bolsas de productos de los países desarrollados	41
2. Fortalecimiento de las bolsas locales	44
Notas	45
BIBLIOGRAFIA	47

I. EVOLUCION HISTORICA

Los orígenes de las bolsas de productos básicos se remontan a mediados del siglo XIX, cuando el desarrollo de las ciudades modernas, de los medios de transportes y de las comunicaciones (telégrafo) impulsó al comercio organizado entre lugares distantes de Europa, América y Oriente. Así las ferias regionales ocasionales de dichos países fueron gradualmente sustituidas por centros comerciales especializados, denominados Bolsas, que evolucionaron desde las formas más rudimentarias de comercio al contado hasta la situación actual, en que se utiliza la más moderna tecnología de procesamiento de la información, de comunicaciones y de control de gestión para la negociación de diferentes tipos de contratos, desarrollados para cubrir los requerimientos de los operadores (futuros de productos, opciones, futuros de otros instrumentos financieros, de monedas, etc.).

Inicialmente en los mercados o lugares de concentración física de los bienes se efectuaban transacciones al contado de productos por dinero (cash markets). Posteriormente, con el propósito de sistematizar los envíos y contratar con mayor seguridad las compra-ventas futuras, se utilizaron los contratos de productos "por llegar" o de entrega futura (forward contracts-forward markets), en los que se acordaba la entrega en un lugar especificado y en una fecha futura una determinada cantidad y calidad de producto; el pago se efectuaba a la entrega.

Este tipo de operaciones constituyó un hito relevante en el desarrollo de los mercados de productos que al concentrar muchas operaciones e informaciones de las condiciones de oferta y demanda presentes y futuras, permitieron mejorar su representatividad.

Posteriormente, la utilización de muestras representativas permitió realizar las transacciones sin la presencia física de la mercadería, de modo tal que los mercados se transformaron en recintos en los que se reunían los compradores y vendedores para la celebración de contratos.

Asimismo, las transacciones se fueron estandarizando en cuanto a las condiciones de calidad, cantidad, fechas y lugares de entrega, lo que dio lugar a los contratos futuros (future contracts); estos contratos facilitaron la participación de los comerciantes (lo que operan con físico), pero además

permitieron la fluida entrada y salida de los especuladores (es decir aquellos participantes que esperan obtener beneficios mediante la asunción de los riesgos de los cambios de precios, sin intenciones de entregar/recibir la mercadería) dando liquidez --facilidad de ingresar o salir de una posición-- a los mercados.

La Bolsa de Comercio de Chicago (Chicago Board of Trade) es la más antigua, siendo actualmente la de mayor importancia, no sólo para el caso de los granos y derivados sino para el total de contratos negociados. Su fundación data de 1848. En ella se negocian actualmente contratos futuros de trigo, maíz, avena, soja, aceite de soja y harina de soja; opciones de soja, maíz, trigo, aceite de soja y harina de soja; futuros de otros productos, metales preciosos, bonos e instrumentos financieros, etc.

Los principales mercados en los que se negocian contratos futuros de metales no-ferrosos son la Bolsa de Metales de Londres (London Metal Exchange) y la Bolsa de Productos de Nueva York (COMEX). La primera es la más antigua y más importante bolsa de metales, que concentra las operaciones de la industria; se constituyó formalmente en 1876. Actualmente se transan futuros de siete metales: cobre, aluminio, plata, plomo, zinc, níquel y estaño; y opciones para seis de ellos (excluido el estaño). El COMEX de Nueva York se fundó en 1933 y es un mercado orientado principalmente a los especuladores e inversores; en él se transan contratos futuros de cobre y aluminio, entre los metales básicos (anteriormente se negociaban también zinc y estaño), y de plata y oro entre los metales preciosos. También se negocian opciones para cobre.

La principal bolsa de productos tropicales es la Bolsa de Café, Azúcar y Cacao de Nueva York (Coffee, Sugar and Cocoa Exchange, Inc.), que inició sus actividades en 1882 operando sólo con café; en 1914 incorporó las transacciones de azúcar y en 1979 se fusionó con la Bolsa de Cacao de Nueva York para dar origen a la institución vigente, en la que se transan actualmente contratos futuros y opciones de los tres productos.

Con posterioridad a su fundación las Bolsas de productos organizaron las Clearing Corporations or Clearing Houses, que son entidades independientes, integradas también por miembros de las Bolsas, que tienen a su cargo el registro y liquidación de los contratos a término. Estas entidades, al final

de cada día de negocios, ajustan las cuentas de cada una de las firmas que las integran balanceando las cantidades compradas con las vendidas. La existencia de la Clearing Corporation garantiza a los participantes en el mercado el cumplimiento de los contratos y para ello exige a los mismos el depósito de garantías o márgenes.

II. UTILIZACION DE LAS BOLSAS DE PRODUCTOS

1. Principales roles y beneficios

Las Bolsas de productos son asociaciones sin fines de lucro, que proveen la infraestructura, las normas y garantías requeridas para la concertación de negocios de compra-venta futura de dichos bienes, así como de otros activos, en las cuales los comerciantes o sus representantes operan en subasta pública; su responsabilidad primaria es asegurar las condiciones de competencia en el mercado y limitar todo tipo de manipulación. Las Bolsas como tales no poseen productos, no operan por su cuenta, ni influyen sobre los niveles de precios que prevalecen cada día en las ruedas. Dichos precios son diseminados en forma inmediata a todo el mundo por modernos sistemas de procesamiento y comunicación.

Ello contribuye a que los productores, comerciantes, industriales y consumidores de los respectivos productos de todo el mundo utilicen las Bolsas: a) como fuentes de información de los mercados; b) para base de cálculo o precios de referencia de sus operaciones comerciales; c) para la cobertura de riesgos; d) como medio para facilitar el financiamiento y reducir las necesidades de capital; y e) para especular.

a) Fuentes de información de mercado

El gran crecimiento de los volúmenes operados en las Bolsas de productos ha contribuido a dar transparencia a los mercados. Asimismo, la magnitud de los intereses en juego ha llevado a que las principales firmas que operan como comisionistas en las Bolsas tengan analistas de mercados, que siguen la evolución de los factores internos y externos que influyen sobre el comportamiento de los precios. Dicha información es brindada a los clientes, resultando de suma utilidad para la toma de decisiones.

b) Precios de referencia

Además de la generación y diseminación de informaciones las Bolsas han adquirido cada vez mayor importancia, especialmente en los últimos dos decenios, como fuentes de precios de referencia para el comercio de productos en todo el mundo.

Un precio de referencia ha sido definido como una fórmula aceptada por la mayoría de los compradores y vendedores, a partir de la cual se determina el precio de una transacción comercial: es decir que sirve de base para valorar las distintas operaciones de compra-venta entre productores, comerciantes, industriales y consumidores.

Los contratos suelen tener un precio base (el de referencia) y "premios" o "descuentos" en función de las diferencias en la calidad, la localización, el grado de elaboración, el momento de entrega, la situación de oferta y demanda local, etc., respecto de las condiciones estándar del precio de referencia (por ejemplo las especificadas en un contrato futuro de una Bolsa).

La selección de un determinado mercado o fuente de información como precio de referencia depende del grado de acuerdo entre los participantes del mercado, sobre el cual representa mejor las condiciones de oferta y demanda del producto en cuestión. Por ello, a lo largo de la historia, para los diferentes productos se han utilizado distintos precios de referencia, en función del poder de negociación de los distintos participantes (estructura del mercado), así como de las transformaciones operadas en la economía y el comercio internacional.

Cuando los productores (oferentes) concentraban un alto poder de negociación, los precios de referencia correspondían a valores fijados unilateralmente, tales como los denominados precios de productores (que eran establecidos por firmas o grupos de firmas de industrias oligopólicas), que eran frecuentes en las ventas de cobre, aluminio y níquel; o bien los precios fijados oficialmente por las autoridades administrativas de los países que controlaban las exportaciones.

En otros casos se han utilizado como referencia los precios de publicaciones especializadas, que difunden las cotizaciones de las transacciones efectivamente registradas en algún mercado; por ejemplo, los precios FOB Golfo de México para granos, o bien los precios de negocios conocidos para operaciones de grandes volúmenes y períodos largos utilizados para algunos minerales como hierro y bauxita.

En la medida en que los mercados se hicieron más competitivos y con menor concentración del poder por parte de los oferentes, así como más inestables por las transformaciones operadas en la economía mundial, a partir de la

década del setenta, los precios de las Bolsas adquirieron mayor significación como valores de referencia. Así, en los últimos dos decenios, las cotizaciones de las Bolsas han sido utilizadas en forma creciente como precios de referencia de las operaciones de exportación de los principales productos de América Latina y el Caribe, al mismo tiempo que los comerciantes de todo el mundo las han empleado para la cobertura de sus riesgos y que los especuladores las han utilizado para la toma de posiciones con el propósito de obtener ganancias.

Los principales granos y derivados que se exportan desde Latinoamérica utilizan como mercado de referencia a la Bolsa de Chicago, especialmente para las ventas diferidas. Los precios FOB en los puertos argentinos o en los puertos brasileños para maíz, sorgo, soja, aceite y pellets de soja y girasol se calculan en base a "premios" o "descuentos" en relación a las cotizaciones de Chicago, por lo que los contratos de exportación frecuentemente involucran la entrega de contratos futuros de dicho mercado y el pago (devolución) de los premios.^{1/} En algunos casos (especialmente ventas de cereales argentinos para embarques cercanos) las ventas se realizan con precio fijado (flat price), por lo que sólo tienen en cuenta las cotizaciones de las Bolsas pero no involucran contratos futuros.

Los precios dominantes en el mercado mundial de los metales son los de la Bolsa de Metales de Londres. Mientras que dicha bolsa es la principal referencia de las transacciones de productores, comerciantes e industriales, el COMEX atrae a una mayor proporción de transacciones especulativas. Actualmente las cotizaciones de la Bolsa de Metales de Londres se utilizan como precios de referencia de las transacciones de cobre, zinc, plomo, estaño y níquel. También se utilizan para las exportaciones de aluminio de Brasil y Venezuela; sin embargo, en este metal siguen utilizándose otras fórmulas de precios para los negocios de Europa y Estados Unidos.

La mayor parte de las exportaciones de café, azúcar y cacao de América Latina y el Caribe se realiza utilizando como referencia a las cotizaciones de la Bolsa de Nueva York. Excepto las ventas de Cuba a los países del área socialista, las exportaciones de dichos productos se efectúan por intermedio de comerciantes que realizan operaciones de cobertura en la Bolsa, por lo que también utilizan sus cotizaciones como referencia.

c) Cobertura de riesgos

Los precios de los diferentes productos (granos y derivados, metales, café, azúcar, cacao), se caracterizan por presentar variaciones en el tiempo, dentro de los ciclos comerciales y entre años. Las variaciones están ligadas a los desajustes temporales entre la oferta y la demanda, así como a otros factores, tales como las intervenciones de los gobiernos (subsidios a la producción y al comercio, devaluaciones, controles de oferta, manejo de stocks, etc.), los cambios en los precios de otros productos y activos, la inflación en los distintos países, los cambios en los niveles de consumo por habitante, etc.

La existencia de diferencias de tiempo entre los momentos en los cuales las firmas toman las decisiones (de producción, de procesamiento, de exportación, etc.) y aquellos en las que las instrumentan los resultados, así como las variaciones de precios que suelen mediar en dichos lapsos, son factores de perturbación que afectan su desempeño. Por ello, uno de los principales motivos para el surgimiento de las Bolsas de productos, en las que se negocian contratos futuros, fue el de permitir la cobertura de los riesgos de las variaciones temporales de precios. Y, de hecho, desde su fundación, las principales Bolsas de productos han jugado un papel muy importante al brindar oportunidades para las coberturas de riesgos.

Las firmas que no efectúan coberturas en los mercados a término están sujetas a las variaciones de los precios de los productos disponibles, por lo que asumen todos los riesgos de precios durante el periodo de producción, procesamiento o comercialización. Cuanto mayor es la participación en el costo de producción, o en el ingreso, de los insumos o bienes que no han sido objeto de cobertura, mayor será la exposición al riesgo; así, los productores que tienen bajos costos tienen menores riesgos de pérdidas por variaciones de precios, en tanto que los procesadores y comerciantes son mucho más sensibles a las mismas.

Por ello, la propensión de los diferentes segmentos de una industria o subsector productivo para utilizar las bolsas de productos para cubrir los riesgos está asociada al valor agregado a la materia prima original. El caso extremo son los comerciantes, cuya actividad agrega muy poco valor por encima

del precio de compra del producto negociado, por lo que resultan las firmas más sensibles a los riesgos de precios.

Efectuar una cobertura (hedge) 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 (tener) en una fecha futura en el mercado físico de contado; es decir, que implica el uso de un contrato futuro como un sustituto temporario de una transacción prevista para el futuro en el mercado del producto disponible. Con la cobertura el productor, comerciante, procesador transfieren el riesgo de precios, al menos parcialmente, a un especulador que opera en la bolsa; quien, por su parte, espera tener ganancias derivadas de las variaciones (a su favor) en los precios del bien transado. Este último participante es el que otorga la liquidez y continuidad requeridas, para que los mercados funcionen eficientemente.

Existen diversas alternativas de utilización de los mercados a término para la realización de coberturas.^{2/} La cobertura vendedora o "short" (selling hedge) implica poseer o comprar un producto al contado y simultáneamente vender una cantidad equivalente en un mercado de futuros, para cubrirse de eventuales caídas de precios. Es el caso típico del productor o comerciante que pretende la cobertura del riesgo de sus inventarios, es decir cuyo propósito es proteger el valor del producto que almacena durante el período de almacenamiento, cubriendo además los costos asociados al mismo. Si la firma efectuó una cobertura short y el precio declina posteriormente, en el momento en que vende el producto en el mercado disponible, la pérdida se compensa con una ganancia en el mercado a término, al cancelar (recomprar) la posición vendedora; como contrapartida, si el precio del disponible sube, esta eventual ganancia se pierde en el mercado a término.

La cobertura compradora o "long" (buying hedge) consiste en la venta del producto para una entrega futura y simultáneamente la compra de una cantidad equivalente en el mercado de futuros, con el propósito de protegerse de eventuales aumentos de precios durante el período en que se obtienen (producen o compran) en el mercado de contado. Las coberturas long involucran típicamente a los procesadores de materias primas o a los exportadores de productos, que venden al exterior y posteriormente deben adquirirlos en el mercado interno.

En los casos en los que las cotizaciones en los mercados de futuros alcanzan a los productos primarios y a los elaborados (por ejemplo, grano de soja, aceite y harina de soja), los procesadores pueden efectuar coberturas combinadas, que implican la compra a término de grano y la venta a término de los productos elaborados, fijando así el margen de molienda, previo a la compra efectiva del grano y la venta de los productos en el mercado disponible.

Otra alternativa que brindan las Bolsas de productos para la cobertura de riesgos y la especulación, que ha tenido un importante desarrollo en la presente década, es la utilización de opciones de compra o de venta de contratos futuros, que también se negocian en las ruedas. Se puede: i) comprar opciones de venta; ii) comprar opciones de compra; iii) vender opciones de venta, y iv) vender opciones de compra.

Durante el período que dura la opción el comprador 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 al vendedor de la opción un "premio", que se negocia en la rueda en forma similar a lo que acontece con los futuros. El vendedor o suscriptor se compromete a dar cumplimiento a la opción y asume 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 variaciones de precios, en tanto que el comprador sólo paga el premio.

La compra de una opción de venta permite a un productor, procesador o exportador fijar un precio mínimo de venta, que estará dado por el precio fijado para el contrato elegido menos el premio pagado por la opción. De este modo, durante el ciclo productivo, o previo a la decisión de producir, se puede garantizar como mínimo un precio futuro de venta; si durante el período de vigencia de la opción el precio del mercado cae, se opta por la venta, en tanto que si el precio sube, no se ejercita la opción, beneficiándose del aumento. Por este motivo, esta alternativa presenta una ventaja con relación a la cobertura normal con un contrato futuro; la contrapartida es el costo pagado como premio de la opción.

La compra de una opción de compra permite a un procesador o comerciante fijar un precio máximo de compra, que estará dado por la suma del precio fijado para el contrato más el premio de la opción. Si el precio sube, se ejerce la opción (es decir, que se tiene protección frente a futuros aumentos de precios); en tanto que si el precio baja, no se ejecuta la opción y se obtiene el beneficio de la compra a un precio menor al previsto originalmente.

La compra de opciones de venta o de compra también puede ser empleada con propósitos especulativos, en forma similar a lo que acontece con la venta de opciones de compra o de venta, en las que los vendedores no esperan cambios en los precios o variaciones, de modo de que los compradores no las ejerzan; los suscriptores pueden entonces ganar el premio.

d) Medios de financiación o para reducir las necesidades de capital

Los contratos a término pueden ser utilizados como sustitutos temporarios de transacciones físicas previstas para el futuro. Ello permite reducir las necesidades de capital por parte de los procesadores, industriales, etc., tanto en infraestructura de almacenamiento como en existencia de mercaderías. Asimismo los contratos se utilizan como garantías de alta confiabilidad para la obtención de préstamos de las entidades financieras.

e) Usos especulativos por las firmas productoras, procesadoras o exportadoras

Los mercados a término pueden ser utilizados por las firmas comerciales para la realización de cobertura anticipatoria (anticipatory hedging), que consisten en la venta (o compra) de productos en el mercado disponible. La mayor parte de las coberturas que efectúan los productores previo a la cosecha (extracción) de los productos, algunas de las ventas anticipadas de los exportadores, parte de las compras (o ventas) de los procesadores 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 descritas previamente, porque su propósito es principalmente 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. Se trata de una decisión tendiente a fijar un precio considerado bueno, en función de un análisis del mercado o de algún criterio de operación comercial (es decir, una

decisión similar a la que toman los especuladores en las bolsas), o bien de la comparación con los precios de los insumos utilizados para la producción. En las coberturas anticipatorias la reducción del riesgo no tiene el alcance equivalente al correspondiente a las coberturas descritas anteriormente y no se la puede cuantificar.

La cobertura anticipatoria utilizada por los productores o procesadores, previa a la decisión de producción o durante el ciclo productivo, tiende a asegurar los valores vigentes frente a eventuales caídas de precios hasta el momento de la venta efectiva. Tomada la decisión de producir, se pueden 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 utilizadas en forma complementaria para optimizar las estrategias comerciales de las firmas. Especialmente teniendo en cuenta que no siempre se pueden concertar ventas futuras en los momentos y para los plazos elegidos por el vendedor y si ventas a término, que constituyen una alternativa continua, más líquida y con la garantía de cumplimiento otorgada por una organización institucional de gran respaldo económico (clearing house, mercado a término); lo que no acontece con las ventas para entrega futura, que tienen mayor iliquidez y riesgo de incumplimiento.

Las coberturas anticipatorias constituyen alternativas de sumo interés para los organismos y firmas exportadoras que adquieren sistemáticamente productos en el mercado local, que posteriormente exportarán (Juntas de Granos, cooperativas, empresas nacionales de comercio exterior de productos, etc.). El seguimiento sistemático de los mercados por parte de estas organizaciones, les permite evaluar la conveniencia de concertar ventas en momentos en los que aún no disponen de los productos, o bien no están presentes los compradores habituales, y se esperan declinaciones posteriores en las cotizaciones. La Australian Wheat Board utiliza en forma sistemática esta modalidad para mejorar sus precios de venta.

Diversos autores han destacado también la utilidad de las coberturas anticipatorias para las empresas importadoras de granos y otros productos de América Latina y el Caribe. La utilización de las compras a término les permite fijar los precios cuando lo estiman oportuno, contribuye a precisar en

forma anticipada los requerimientos de divisas y reduce las necesidades de almacenar existencias por períodos prolongados (Peck, 1982).

La flexibilidad en la selección de los momentos de venta (o compra) que se logra mediante las coberturas anticipatorias puede permitir, en principio, aumentar (disminuir) los precios medios de venta (compra); pero dado que los estudios realizados sobre precios futuros indican que éstos son predictores no sesgados de las variaciones eventuales de las cotizaciones de los productos disponibles (Fry and Kofi, 1983; Just and Rausser, 1981), no se puede probar estadísticamente que la flexibilidad permite obtener ventajas de precios. La mejora está asociada a la bondad de las especulaciones que cada firma pueda efectuar.

Las compras de opciones de compra pueden ser empleadas por los productores o exportadores en forma similar, pero opuesta, a las coberturas anticipatorias; cuando se esperan aumentos futuros de precios, pero no se puede retener la mercadería por restricciones financieras, de capacidad de almacenamiento, etc., se vende el producto disponible y se compran opciones de compra. El costo de este tipo de especulación frente a expectativas de aumentos de precios es el premio pagado por la opción.

Los productores, procesadores y comerciantes de productos pueden suscribir (vender) opciones de compra para incrementar sus precios de venta, si prevén que las cotizaciones se mantendrán sin cambios. En este caso el comprador no ejercitará la opción y el vendedor ganará el premio. Similares apreciaciones pueden hacerse para la venta de opciones de venta.

f) Precios del mercado disponible y de las Bolsas. Convergencia. Riesgos de premios y su cobertura

La diferencia entre un determinado precio disponible (cash price) y un precio en el mercado a término (future price) se denomina premio o descuento (basis). El precio disponible corresponde a una calidad y localidad especificadas, que frecuentemente no coinciden con las correspondientes a los contratos a término (de calidades estandarizadas y lugares de entrega preestablecidos), por lo que las ventas de mercadería física involucran un precio o descuento sobre la cotización en el mercado a término.

Existe una estrecha correlación entre los precios de los productos disponibles y las cotizaciones de los futuros más cercanos, de modo que los mercados de futuros resultan confiables para predecir los precios del

disponible. Diversos estudios realizados sobre este tema muestran que el comportamiento no es igual para los distintos productos. Así los granos tienen coeficientes de correlación superiores a los productos tropicales y otros productos negociados en las Bolsas (Fry and Kofi, 1983).

Pero los premios cambian en el tiempo (según los lugares, debido a que los factores que condicionan los precios en cada lugar y en cada momento suelen modificarse; pueden variar los costos de transporte, los carrying charges, las necesidades de una determinada calidad, los costos de acondicionamiento y elaboración, los márgenes de exportación y, en general, las condiciones de oferta y demanda locales. Aún en los casos en los que coincide el lugar de entrega del disponible con el del mercado a término, puede suceder que la convergencia de ambos precios no sea total, por razones técnicas, financieras, etc.

La falta de paralelismo en la evolución de las cotizaciones de los diferentes mercados limita en alguna medida los beneficios de la utilización de los mercados a término en las estrategias comerciales de las firmas exportadoras de América Latina y el Caribe, al reducir la eficiencia (impacto) de las coberturas, arbitrajes y operaciones especulativas. El análisis de las series históricas de precios en las Bolsas de Estados Unidos y Londres y las correspondientes a las exportaciones de los países de América Latina y el Caribe permite verificar que frecuentemente cambian los premios, llegando a casos extremos en los que la variabilidad de los premios es mayor a la de los precios.

Por dichos motivos, el análisis de los premios resulta una actividad de suma importancia, especialmente en los productos de menor valor unitario (granos y derivados), de modo de poder evaluar cuándo y en qué mercados conviene efectuar las coberturas. La cuantificación de los riesgos de los premios (basis risk) y la determinación de los factores que condicionan su comportamiento son instrumentos fundamentales para la operación en los mercados a término, surgiendo así otro tipo de alternativas comerciales denominadas coberturas de los premios (hedging the basis), que son especulativas. En los países desarrollados, principalmente en Estados Unidos, existe una amplia bibliografía al respecto y se dispone de análisis sistemáticos; no ocurre lo mismo en los países de América Latina y el Caribe,

lo que limita la utilización de los mercados a término, siendo éste un aspecto esencial para la eficiencia de su uso por parte de las firmas de dichos países.

2. Utilización de las bolsas de productos por parte de las firmas de América Latina y el Caribe

a) Formas de acceso

Para operar en las Bolsas de productos de Estados Unidos y Londres, las firmas de la región pueden optar por integrarse como socios, o bien acceder por medio de corredores. La primera alternativa es muy poco frecuente, en virtud del elevado precio de las acciones requeridas para ser miembro y de los altos costos asociados a la instalación y operación de una oficina en la sede de la Bolsa (Chicago, Nueva York, Londres).^{3/}

La mayor parte de las firmas de América Latina y el Caribe que operan en las Bolsas lo hacen por intermedio de corredores o casas comisionistas, que son miembros; estas pueden estar especializadas en corretaje o bien también participar en el comercio físico. Para operar por medio de una casa comisionista (algunas de ellas tienen representaciones en los países de América Latina y el Caribe), se debe abrir una cuenta y depositar, a favor de la misma, la cantidad de dinero exigido como margen inicial.

Algunas casas suelen asistir al cliente en la obtención del financiamiento requerido para su operación en la bolsa; incluso, dependiendo de su respaldo, suelen proporcionarle ellas mismas los recursos necesarios.

Estas firmas cobran una comisión por cada contrato (independientemente del precio del mismo); en el caso de los granos las comisiones cobradas por los brokers fluctúan entre 15 y 100 dólares por contrato (de 5 000 bushels), según el tamaño del cliente, siendo frecuentes las de 20-25 dólares, por lo que su incidencia porcentual en el valor de los contratos es muy reducida (0.1-0.2%). En el caso de los productos tropicales las comisiones cobradas en la bolsa de Nueva York también varían según el cliente y la casa comisionista; los montos más caros resultan equivalentes a menos del 0.3% del valor de los contratos. En la Bolsa de Metales de Londres, los montos también son variables y acordados entre el corredor y el cliente; normalmente no exceden al 0.5% del valor transado para cobre, aluminio, níquel y plata y al 0.75% para plomo y

zinc, pero lo más frecuente es una comisión equivalente al 0.25% del monto del contrato.

b) Nivel de utilización

El nivel de utilización de las Bolsas de productos por parte de las firmas privadas y públicas de América Latina y el Caribe depende de múltiples factores. Entre ellos se destacan: el tipo y tamaño de las empresas; su grado de integración con firmas que operan en los países desarrollados; su grado de exposición al riesgo; su nivel de conocimiento sobre las operaciones en los mercados de futuros; la medida en que los mercados a término les permiten cubrirse eficientemente de los riesgos de precios del comercio físico (riesgos de premios); la posibilidad de financiar los márgenes y garantías exigidas por las casas comisionistas; y las regulaciones oficiales sobre la transferencia de divisas al exterior vigentes en cada país.

Las exportaciones de los tres grupos de productos analizados se realizan con la participación de firmas privadas y públicas. En el caso de los granos, la mayor parte de las exportaciones de Argentina y Brasil (principales exportadores de la región) se concentra en empresas privadas, que son subsidiarias de firmas transnacionales o bien que poseen ramificaciones o representaciones en el exterior; dichas características les permiten no sólo una mejor penetración en terceros mercados, sino también acceder al financiamiento internacional y a los mercados a término.

El seguimiento detallado de las actividades que realizan estas firmas fuera de las fronteras de ambos países resulta, por ello, muy difícil. Estas circunstancias limitan las posibilidades de cuantificar, en forma precisa, su nivel de utilización de los mercados a término de granos de Estados Unidos; por ello, los estudios realizados con este propósito para el conjunto de comerciantes extranjeros (Powers and Tosini, 1977; Thompson and Bond, 1985) presentan limitaciones importantes, prácticamente insolubles por métodos secundarios como los usados en esos cálculos.

Las consultas directas efectuadas a una muestra de las principales firmas exportadoras de granos y derivados de Argentina y Brasil permiten concluir que dichas firmas utilizan en una alta proporción (aunque no siempre, ni sistemáticamente) las coberturas en los mercados a término de granos, pero

también suelen utilizar coberturas cruzadas con otros commodities, con futuros financieros y de tipos de cambio.

La situación de las instituciones oficiales especializadas en las exportaciones de granos (la Junta Nacional de Granos de Argentina y sus similares de otros países latinoamericanos que eventualmente exportan) es diferente. En este caso las Bolsas de Estados Unidos como fuentes de información y como bases de contratación, pero no para la realización de coberturas comerciales especulativas.

La participación de las firmas de América Latina y el Caribe en la Bolsa de Café, Azúcar y Cacao de Nueva York para operaciones de protección es relativamente baja. Sólo las firmas de algunos países las han utilizado recientemente y en forma esporádica, especialmente en el caso del café y en menor medida en azúcar: las exportaciones de café de Brasil, República Dominicana y Ecuador y las de azúcar de Costa Rica, Guatemala y Chile se concentran en grandes firmas privadas, que conocen bien los mercados a término y tienen recursos financieros para operar en ellos; en el resto de los países el uso de las Bolsas es muy reducido. En cambio, la fijación de precios en Bolsa utilizando órdenes ejecutables, es bastante común en casi todos los países de la región, dado que en estos casos no se requieren depósitos de márgenes iniciales o de diferencias, que las pagan las firmas compradoras del producto físico (son las que operan a término); en este sentido, la mayor parte de las exportaciones de América Latina y el Caribe (exceptuadas las de Cuba al área socialista) genera operaciones de protección por parte de las firmas compradoras, que son casas operadoras.

En el caso de los metales, la industria del cobre de la región es la que participa en mayor medida en las Bolsas, especialmente en los segmentos que enfrentan mayor exposición al riesgo de precios (tales como las empresas fabricantes de productos semielaborados). En los últimos años las principales empresas públicas y privadas exportadoras de cobre de Chile, Perú, México y Brasil han usado regularmente las Bolsas para efectuar coberturas. En la industria del aluminio la importancia de la Bolsa de Metales de Londres es menor; los mayores productores de América Latina (Brasil y Venezuela) tienen empresas mixtas del Estado con las "majors" o los consumidores japoneses, por lo que parte de la producción y exportaciones está comprometida en contratos

de largo plazo, o bien es comercializada por subsidiarias de las majors. El principal exportador de estaño de la región es Brasil, donde la empresa privada Paranapanema controla las 2/3 partes de la producción de refinado y opera en la Bolsa de Metales de Londres desde 1983.

III. INTERROGANTES Y LIMITACIONES QUE SE PLANTEAN EN LOS PAISES DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE PARA LA UTILIZACION DE LAS BOLSAS DE PRODUCTOS

En el capítulo previo se mencionaron diversos beneficios asociados a una correcta utilización de las Bolsas de productos de Estados Unidos y Europa por parte de las firmas que operan en la región. A pesar de ello, su nivel de uso actual es relativamente bajo.

Ello responde a un conjunto de factores, entre los que se destacan el insuficiente conocimiento de la operación en dichos mercados, como así también algunos interrogantes y limitaciones objetivas existentes para su eficiente utilización. Entre estos últimos se suelen mencionar:

- Los interrogantes sobre la representatividad de los precios de las Bolsas de productos de las condiciones fundamentales de los mercados físicos.
- Las limitaciones derivadas de su falta de representatividad de las condiciones de oferta y demanda locales de los países de América Latina y el Caribe.
- La volatilidad de las cotizaciones de las Bolsas.
- Las barreras de acceso existentes para que los países de la región puedan operar y participar en las Bolsas.

1. Representatividad en los precios de las bolsas de productos de los factores fundamentales que influyen los mercados físicos

Una de las críticas frecuentes realizadas por los productores e industriales --para los que los precios de referencia son los de equilibrio de largo plazo-- es la que argumenta que los precios de las bolsas no son representativos de las condiciones de oferta y demanda imperantes en los mercados físicos de los productos; se sostiene que en las bolsas no se expresarían, o sólo se manifestarían parcialmente, los factores relacionados con la producción, el consumo y el nivel de inventarios de cada producto ("factores fundamentales"). La distorsión en los precios tendría efectos negativos al dar señales erradas al mercado.

Las causas de la falta de representatividad de los precios mencionadas por los críticos son principalmente dos: a) los efectos de la especulación, y b) las características operativas de las bolsas que permiten interferencias.

a) La especulación y la representatividad de los precios

La magnitud de las operaciones en las Bolsas de productos es muy grande. En los últimos dos decenios el crecimiento del comercio mundial fue acompañado por un incremento espectacular en el empleo de los mercados a término, cuyos volúmenes negociados superan ampliamente al comercio mundial y a la producción total de los respectivos productos.

La comparación de los volúmenes totales negociados en los mercados a término con el comercio físico, o con la producción, permite verificar el carácter esencialmente especulativo de las Bolsas de productos. Menor significación tienen las coberturas utilizadas por los comerciantes para reducir los riesgos de variaciones en los precios, las que se pueden medir mediante la comparación del "open interest" con la producción o la oferta mundial. Ello no invalida la importancia que ha tenido para los comerciantes de físico la utilización de las Bolsas de productos para la realización de las coberturas, que crecieron en gran medida en las últimas dos décadas, como respuesta de los operadores a los bruscos cambios de precios; y que, tal como se señaló, se vieron favorecidas por la existencia de los especuladores. En efecto, la transacción del riesgo de precios por parte de los comerciantes muestra una tendencia a que, en las operaciones de cobertura de dichos participantes, predominen las ventas de contratos de futuros por sobre las compras; para equilibrar este exceso de ventas, es necesario que hayan especuladores dispuestos a tomar el riesgo de precio, comprando contratos de futuros. En otras palabras, para que se cumpla eficientemente el rol de cobertura de precios, en las Bolsas es necesaria la participación de la especulación.

El crecimiento del volumen de transacciones, con la incorporación de las expectativas de los especuladores, ha implicado la adición de nuevas informaciones en el proceso de formación de los precios en las Bolsas de productos y por ende, en el comercio mundial. Así, actualmente, las expectativas de los especuladores gravitan sobre los precios de equilibrio de dichos mercados más que las de los productores.^{4/}

El aumento en las transacciones de papeles de carácter especulativo ha llevado a que en el mundo moderno las interdependencias entre los mercados de productos, de factores y de otros activos sean cada vez mayores, por lo que se cometería un error si se intentara determinar las perspectivas de los precios de un determinado producto sin 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, las variaciones en las paridades de las monedas de los principales países, los cambios en los precios de los metales preciosos, los activos financieros y el petróleo, los acontecimientos políticos que pueden afectar el equilibrio entre Oriente y Occidente, los cambios en las tasas de interés y en la oferta de crédito, son todos eventos que influyen en el comportamiento de los mercados. El reconocimiento internacional de estas vinculaciones ha llevado a su análisis, como tema central, en el último Congreso Internacional de los Economistas Agrícolas ("La Agricultura y los gobiernos en un mundo interdependiente"), habiéndose desarrollado diversos modelos tendientes a medir en forma agregada los diferentes factores distorsionantes de los mercados y los precios internacionales.

Ahora bien, la incorporación de los especuladores puede tener efectos estabilizadores o desestabilizadores sobre los precios, dependiendo de las características del mercado y de los actores. El efecto predominante depende de la importancia relativa de la producción y el consumo (flujos) con respecto a los stocks o inventarios del producto (Ackley, 1983).

El efecto estabilizador de la especulación se aprecia claramente en los productos almacenables de producción estacional. Si no fuera posible almacenar las producciones agrícolas, los precios del mercado caerían en la época de cosecha, para permitir el consumo inmediato de toda la producción; en tanto que los precios deberían crecer en el resto del año, para inducir a producciones intensivas; en estos casos (por ejemplo, flores frescas), las fluctuaciones aleatorias, en la producción o en la demanda, se reflejan totalmente en los precios del momento. En cambio, si el almacenamiento es posible, las diferencias de precios entre estaciones permitirán promover la acumulación de inventarios por parte de los productores.^{5/}

Pero la evidencia empírica, de ausencia de variaciones estacionales consistentes en los precios de los productos en los que se han desarrollado mercados a término de grandes volúmenes negociados, en virtud de la presencia de especuladores (por ejemplo, maíz y soja), permite fundamentar el efecto estabilizador de estos participantes. Su intervención, comprando contratos durante la época de cosecha, (posiciones long predominantes de los especuladores en las coberturas), contribuye a aumentar los precios en este período y reducirlos en el resto del ciclo comercial (por lo que frecuentemente se observan mercados invertidos o con variaciones estacionales que no cubren los carrying charges).6/

Por ello, en contraposición a una idea que se suele mencionar como crítica de las Bolsas, porque tendrían un efecto depresor de los precios, Hieronymus (1978) señala que 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 que los comerciantes que efectúan coberturas estarían dispuestos a pagar un seguro para evitar riesgos, que se reflejarían en menores precios a la producción. En realidad ambas visiones están referidas a situaciones diferentes. Si los precios de referencia fueran fijados unilateralmente por los productores (o exportadores), en virtud de su mayor poder de negociación (como era frecuente hace tiempo en metales y algunos productos primarios), posiblemente se lograrían precios mayores a los alcanzables en las Bolsas, en las que la oferta ve limitada su capacidad de fijación de los precios; en tanto que en condiciones de equilibrio en el poder de negociación de oferentes y demandantes, los mercados de futuros pueden contribuir a elevar los niveles de precios en las épocas de cosecha.

En el caso de los metales los costos de almacenamiento son relativamente bajos, por lo que los inventarios pueden alcanzar niveles equivalentes a la producción de varios meses o años. Estos stocks permiten la acción estabilizadora de precios de la especulación en respuesta a variaciones aleatorias de la producción o del consumo. Sin embargo, también pueden registrarse efectos desestabilizadores; así, en algunos metales, la existencia de grandes inventarios introduce la posibilidad de "burbujas especulativas". El oro --visto como producto básico y no como dinero-- es un

caso en el que los inventarios son enormes en comparación con la producción y el consumo industrial de cada año, por lo que las variaciones en su precio afectan muy poco la disponibilidad total. El precio de mercado del oro depende, principalmente, de las expectativas de su precio futuro; y un cambio en ellas, no tiene mayor impacto sobre el nivel de inventarios. Por ello, aún cuando se puede concebir un precio de equilibrio de largo plazo que equilibre la producción y el consumo industrial de oro, su capacidad para corregir el precio actual, influenciando sobre la producción, el consumo y los inventarios, sería muy reducida.

La presencia masiva de los especuladores en las Bolsas de productos plantea la necesidad de profundizar en el análisis de su comportamiento. En principio, el objetivo de la operación de especulación es descontar en los precios futuros los eventos esperados, lo que tendería a generar la estabilidad; si todos los factores condicionantes fueran predecibles y sus efectos pudieran descontarse en forma perfecta en los precios, los resultados serían cotizaciones que no se modificarían de los niveles de equilibrio. En consecuencia, si las fluctuaciones de precios son una medida de la imperfección de los mercados, se podría señalar que los mercados a término distan de ser perfectos.

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. Si bien la medición de los efectos de la especulación es conceptualmente simple, en la práctica es difícil, dado que simultáneamente no se dispone de situaciones con y sin especulación para el mismo producto.

Durante mucho tiempo los argumentos antiespeculadores predominaron y la especulación se consideró un mal necesario para permitir las coberturas, es decir, para dar la liquidez requerida para asegurar el buen desempeño de los mercados a término.^{7/} La fundamentación de esta visión está basada: a) en la participación de especuladores mal informados, que siguen las tendencias del mercado sin basarse en los factores fundamentales; b) en razones psicológicas

que indican que el especulador aumenta la variabilidad de precios; y c) en la posibilidad que tendrían los especuladores de manipular o distorsionar el equilibrio de las fuerzas del mercado.

Muchos especuladores operan en base al análisis de los fundamentos, es decir en función de un modelo en el que se representa la medida en que la oferta y la demanda afectan al precio, así como sobre la forma en que las capacidades de producción, las condiciones macroeconómicas, financieras y otros factores afectan a la oferta y a la demanda. Si muchos agentes incorporaran toda esta información en sus decisiones, el efecto de los cambios en las variables fundamentales se adelantaría; en un caso extremo de racionalidad absoluta, el precio incorporaría inmediatamente todas las informaciones.

En los mercados de productos agropecuarios, las variables fundamentales presentes son muy importantes; en ellos los precios inducen al equilibrio de largo plazo entre producción y consumo. En otros casos, por ejemplo, en los metales preciosos, los inventarios existentes son mucho más importantes que la reacción derivada de los ajustes en la producción o el consumo, por lo que predominan las expectativas sobre el movimiento de los precios o sobre la evolución de las variables fundamentales. Los metales básicos se encuentran en una posición intermedia entre los metales preciosos y los productos agrícolas. Pero la alta incertidumbre sobre la duración de las tendencias y de los ciclos de los mercados de materias primas, así como los altos costos financieros, llevan a que pocos operadores tomen posiciones de muy largo plazo basadas en el análisis fundamental. Este hecho refuerza la idea de que las expectativas de mediano y largo plazo sobre producción y consumo no pesan mucho en la formación del precio.

Otros especuladores operan en base al análisis técnico, que se fundamenta en hipótesis sobre el comportamiento de los agentes del mercado y del precio. En base a la información pasada sobre precios, volúmenes de transacciones, de posiciones abiertas y de otros indicadores, los especuladores toman posiciones en el mercado; la actividad en el mismo sentido de muchos de ellos tiende a fortalecer sus predicciones de corto plazo.

Al basarse en factores técnicos, estos especuladores suelen producir movimientos de precios que están enfrentados con las tendencias avaladas por

los factores fundamentales, distorsionando de este modo las señales de largo plazo para la industria. Por ello, la crítica de representatividad proviene usualmente de la industria, que señala que el precio de las Bolsas suele estar alejado del precio de equilibrio de largo plazo. En este razonamiento se supone que existe un modelo que señala cual sería el precio que equilibraría producción y consumo, dados todos los factores condicionantes; sin embargo, no existe un modelo que sea único y consensual, por lo que un mismo precio puede resultar representativo para algunos productores pero no para otros.

b) Otros problemas de representatividad

Es frecuente que en las críticas se confunda la especulación con los intentos de manipulación de las Bolsas. En realidad son dos problemas distintos ya que, en la última, se intenta distorsionar o modificar las condiciones de competencia, manteniendo o formando precios artificiales en relación a las condiciones de oferta y demanda normales del mercado.

Existen diferentes maneras de manipular un mercado. Una de ellas es la que consiste en que un participante acumule todas las posiciones para una fecha de entrega determinada, transformándose en el único vendedor para esa fecha; esta operación se conoce como "corner" o "squeeze", habiéndose registrado diversos casos a lo largo de la historia de las bolsas.^{8/} Otra forma de manipulación fue la intervención en la Bolsa de Metales de Londres del Consejo Internacional del Estaño (CIE); como parte de su esquema de estabilización de precios, el CIE efectuaba compras en la Bolsa de Metales de Londres y en los mercados de Malasia, sosteniendo un precio artificialmente alto, frente al constante aumento de la producción de estaño y al estancamiento de la demanda; esta manipulación desembocó en la famosa crisis del estaño de octubre de 1985.

Para subsanar estos problemas las Bolsas de Estados Unidos han desarrollado diversos mecanismos de control, precisando las prácticas consideradas distorsionantes, estableciendo normas comerciales para los brokers, y límites para la especulación. Asimismo, el gobierno de Estados Unidos ha tomado intervención, fijando normas y creando organismos de control; actualmente la Commodity Futures Trading Corporation (CFTC) tiene a su cargo el control oficial de los mercados de futuros, aunque siempre se ha tendido a que las Bolsas se autoregulen. Los controles sistemáticos que

efectúan las Bolsas de Estados Unidos y la CFTC, sobre la evolución de los precios y las posiciones de cada firma (en contratos futuros y en inventarios de mercaderías), están orientados a detectar anticipadamente y evitar los intentos de manipulación y otras prácticas prohibidas; por ello, en los mercados de Estados Unidos, desde hace bastante tiempo, se han planteado muy pocos problemas de comportamiento. Una situación algo diferente es la que estuvo vigente en el caso de la Bolsa de Metales de Londres hasta 1987, en la que su modalidad operativa permitió que se registrara la famosa crisis del estaño ya comentada.

Luego de la reorganización de la Bolsa de Metales de Londres se puede señalar que la confiabilidad de las Bolsas de productos de Estados Unidos y Londres es relativamente alta frente a eventuales intentos de manipulación y distorsión por parte de los participantes.

Otro problema que se suele señalar como crítica a la representatividad de los precios de las bolsas es el hecho de que los precios que allí se fijan corresponden a un número relativamente reducido de transacciones físicas. Un pequeño número de operaciones fija el precio para toda la producción; pero ésta es una característica de los mercados de subasta, en los que el precio de equilibrio corresponde a las transacciones marginales. El precio de ajuste, que se utiliza posteriormente para la mayor parte de los negocios basados en las cotizaciones de la Bolsa, no es más que el precio final de una rueda o del día, pero es lo más cercano a un precio de equilibrio, en función de las informaciones disponibles en ese momento. Como estas informaciones cambian en forma sistemática, la prolongación de la duración de la rueda no necesariamente llevará a que más operaciones encuentren un precio único, dado que los equilibrios se van modificando continuamente.

El hecho de que en las Bolsas se negocie sólo una pequeña fracción de los volúmenes físicos comercializados, suficiente para el proceso de descubrimiento de los precios, contribuye a que se evite el envío de mercaderías a destinos en donde no se las utilizará; de este modo, resulta más eficiente el flujo directo de la mercadería (granos, productos tropicales, metales) desde el productor al consumidor, evitando así costos de transporte y de almacenamiento.

Otra crítica que se suele mencionar es la que algunos agentes disponen de información no accesible al total de los operadores. Esta situación les permitiría realizar ganancias a costa de otros participantes. Si bien existe potencial para que ello ocurra, esta hipótesis es difícil de comprobar; de hecho, una investigación llevada a cabo por la CFTC en 1984, concluyó que no habría suficiente evidencia de que ocurriera un uso ilegal de información no accesible (insider trading).

Finalmente, se suele señalar como una limitación de las Bolsas que las características de los contratos de futuros no presentan concordancia con las correspondientes a los productos físicos que les dan origen y que no siempre permiten un calce ajustado entre las transacciones físicas y su cobertura en las Bolsas. El primer problema mencionado suele darse porque las calidades o las localizaciones de entrega elegidas como estándares para los contratos de futuros suelen diferir de las correspondientes a las exportaciones de algunos de los países de la región. En relación a este interrogante se pueden señalar que los "premios" que se adicionan o descuentan a los precios de los contratos a término tienden a reflejar, entre otras, dichas diferencias.

La ventaja de que los contratos sean estandarizados es la posibilidad de atraer especuladores y con ello dar liquidez (fundamental para un buen desempeño) al mercado. Un contrato cuyas especificaciones sean demasiado estrictas, restringe el universo a un relativamente pequeño volumen de mercadería, que puede resultar muy atractivo para productores y consumidores; pero para los especuladores no lo será en la misma medida, debido a que los inventarios serán menores y más susceptibles de ser manejados por la industria. Por lo tanto, se debe encontrar un equilibrio entre la liquidez de los contratos futuros y su fidelidad para representar a los productos físicos transados. Debe señalarse que, en algunos casos de metales y de productos tropicales, se han utilizado contratos de futuros apartados en forma significativa de los mercados físicos, generando situaciones que distorsionaron las cotizaciones.^{9/}

El segundo problema suele ser frecuente para los tres grupos de productos exportados por los países latinoamericanos dado que, sólo excepcionalmente, quienes efectúan coberturas en las Bolsas de Estados Unidos o de Londres tienen la posibilidad de cumplir los contratos con la entrega física de

mercadería; en general, las ventas de contratos deben ser cubiertas con recompras de los mismos, independientemente de la conveniencia o no de las entregas físicas. Por este motivo, los participantes locales encuentran ventajas relativas para la utilización de las Bolsas,^{10/} especialmente cuando los "premios" no reflejan adecuadamente las diferencias de costos y calidades entre los productos disponibles y los niveles de los contratos. Asimismo la diferencia entre las monedas en que se cotizan los productos negociados en las Bolsas y las que se transan las mercaderías, suele obligar a la realización simultánea de coberturas entre futuros de monedas, para evitar impactos inesperados en los eventuales cambios relativos de éstas.

2. Las limitaciones derivadas de la falta de representatividad de las condiciones de oferta y demanda locales de los países de América Latina y el Caribe

Este problema constituye una barrera importante para la utilización de los mercados de futuros de Estados Unidos y Londres, para las coberturas de las firmas de aquellos países en los cuales los productos exportados tienen poca significación como formadores de precios de mercado mundial. En la medida en que las variaciones en las condiciones de oferta y demanda locales no se reflejan, o lo hacen sólo parcialmente, en los mercados de los países desarrollados, se genera una falta de paralelismo en la evolución de las cotizaciones. Tal como se detalla en el capítulo IV de Regúnaga (1989), en el caso de los cereales, los precios en Chicago y en Kansas no siempre evolucionan en forma simétrica con los correspondientes a los mercados FOB y FAS de los países exportadores de América Latina.

Esta falta de paralelismo se verifica con los cambios en los "premios" utilizados para definir los precios FOB. Dichas modificaciones responden a un conjunto de factores, entre los que se destacan: a) los factores fundamentales que afectan la oferta y demanda de estos países pueden diferir de los correspondientes a las Bolsas de Estados Unidos, en particular si se tiene en cuenta que Brasil y Argentina son países competidores de Estados Unidos, por lo que informaciones alcistas para un país competidor (por ejemplo, venta a un país relevante), pueden tener un efecto bajista en la Bolsa de Estados Unidos; b) las interferencias de las políticas de subsidios directos e indirectos al

comercio exterior instrumentadas por Estados Unidos y otros países desarrollados; el caso más típico es el efecto de los subsidios directos a los precios FOB, otorgados por Estados Unidos en el Export Enhancement Program para el trigo y el aceite de soja, cuyo carácter no permanente genera falta de paralelismo entre los precios internos de Estados Unidos y los de exportación de los países competidores; c) los problemas logísticos de cada país exportador generalmente no coinciden en el tiempo y no siempre se reflejan en las Bolsas de Estados Unidos; d) los cambios en los costos de transporte desde los diferentes orígenes son una fuente importante de variación de los precios en productos de bajo valor unitario.

La falta de paralelismo en la evolución de los precios es mayor aún cuando se comparan las cotizaciones internas de los países latinoamericanos con las correspondientes a las Bolsas de Estados Unidos y Londres. Entre los motivos que la explican se encuentran los frecuentes cambios en los costos y márgenes vinculados al embarque o la exportación de los productos en los países de la región, como consecuencia de las modificaciones en las políticas oficiales (tipos de cambio, impuestos a las exportaciones, regímenes de prefinanciación de divisas, reembolsos, etc.) así como los cambios en el desempeño de los mercados (Lamarca 1988; Regúnaga, 1988).

La asimetría en la evolución de las cotizaciones de las Bolsas de Estados Unidos y Londres y las correspondientes a los mercados internos y de exportación de los países latinoamericanos, lleva a que la variabilidad de los premios pueda resultar superior a la variabilidad de los precios; reduciendo así la eficiencia de la utilización de los mercados a término para la cobertura de los riesgos.

En la medida en que las disparidades en la evolución de ambos tipos de cotizaciones puedan ser pronosticadas, se puede "arbitrar los premios". Pero, lamentablemente, para los mercados latinoamericanos no se dispone de los estudios suficientes como para poder utilizar en forma sistemática el arbitraje de los premios. Esta deficiencia sugiere la conveniencia de llevar a cabo este tipo de estudios en los países de la región y plantea la necesidad de que los operadores dispongan del entrenamiento profesional requerido para el seguimiento de los mercados.

3. La volatilidad de las cotizaciones de las bolsas

Otra de las críticas que se suelen formular, desde la perspectiva de los países productores y exportadores de materias primas, es que las Bolsas contribuyen a aumentar la variabilidad de los precios, induciendo a la inestabilidad de sus ingresos y desalentando la producción. Se cita, como evidencia, la mayor variabilidad de las cotizaciones de los contratos a término, comparada con la correspondiente a los precios de productores, y el aumento de la volatilidad a medida que aumenta la influencia de los especuladores en dichos mercados (así por ejemplo, en la CSCE el azúcar es el producto con mayor grado de especulación y es el de mayor volatilidad).

Una primera explicación se encuentra asociada a la velocidad con que incorporan las Bolsas las expectativas e informaciones de las condiciones de oferta y demanda mundial, así como las de otros factores condicionantes que, claramente, es mayor a la que corresponde a los precios de productores. La simple comparación de los promedios anuales de los precios de Bolsa y de productores permite verificar que, cuando los primeros están muy altos los segundos demoran en alcanzarlos, o bien no los igualan; en tanto que cuando aquellos están muy bajos, los precios de productores no caen tanto. Asimismo, los coeficientes de variación de los precios de Bolsa son mayores a los correspondientes a los precios de productores.

Las bajas elasticidades-precio del consumo y la oferta de productos primarios contribuyen a que estos mercados sean altamente sensibles a las informaciones y expectativas sobre los cambios en los factores fundamentales, que se vuelcan sistemáticamente en las Bolsas e influyen inmediatamente sobre los precios de los contratos a término. No acontece lo mismo en el caso de bienes que no se transan en las Bolsas, ni en los precios de productores de los productos que se negocian en dichos mercados.

Muchos autores señalan, además, que el comportamiento de los especuladores también tiende a aumentar la volatilidad, generando sobrerreacciones de corto plazo. Si bien existen aún controversias acerca de ello, algunos estudios (CRU, 1985) han permitido corroborar la hipótesis de que la actividad especulativa (medida por las posiciones abiertas largas y cortas de los especuladores) aleja los precios de las Bolsas de los niveles

que corresponderían a un modelo en el que se explicitan sólo los factores fundamentales. La utilización del análisis técnico, o de los sistemas programados de transacciones, por parte de los especuladores, puede aumentar la volatilidad (caso de los commodity funds), al movilizar grandes volúmenes de operaciones que provocan sobrereacciones de corto plazo. Otros autores señalan, en cambio, que cada vez que hay un especulador que vende debe haber otro que compra; y que cada especulador que sigue la corriente del mercado debe encontrar otro que vaya en contra, por lo que la autogestión especulativa de la volatilidad puede ser opinable (Gray and Rutledge, 1971).

A diferencia de lo que ocurre para el muy corto plazo, donde abunda la bibliografía que menciona los posibles efectos incrementales de las Bolsas sobre la volatilidad de las cotizaciones,^{11/} parece haber acuerdo en que la especulación tiende a suavizar las variaciones estacionales de precios de los productos básicos (Hieronymus, 1978; Britto, 1985). Es frecuente encontrar que la actividad de los especuladores no sólo disminuye las fluctuaciones estacionales, sino que se verifica que los "precios de mercado del almacenamiento" no cubren los carrying charges.

4. Las barreras para el acceso a las bolsas de Estados Unidos y Londres por parte de las firmas de los países de América Latina y el Caribe

Las críticas referidas a las dificultades de acceso a las Bolsas e productos corresponden principalmente a dos aspectos diferentes: a) los obstáculos existentes para las firmas de los países de la región para operar en dichos mercados, y b) las restricciones para la participación institucional.

Entre los obstáculos para operar en las Bolsas se destacan las exigencias de recursos financieros (y en divisas) suficientes para cubrir los márgenes requeridos por los corredores o casas comisionistas, el desconocimiento y perjuicios existentes en los países latinoamericanos respecto del funcionamiento de las Bolsas y la falta de experiencia operativa en el uso de mercados a término por parte de las firmas locales. Sin lugar a dudas, la transferencia de importantes sumas en divisas, para cubrir márgenes, constituye una restricción importante para algunas firmas de los países en desarrollo de la región, especialmente las de menor tamaño y las instituciones

oficiales. Las grandes empresas productoras o exportadoras (y más aún si se trata de transnacionales) tienen menos dificultades para financiar, con capital propio o de terceros, este tipo de operaciones; no acontece lo mismo con los pequeños mineros o cooperativas de granos, que encuentran dificultades de acceso al financiamiento en divisas, y con las organizaciones públicas de algunos países, que tienen restricciones legales para transferir libremente fondos al exterior.

Por desconocimiento, por perjuicios, o bien como consecuencia de los controles oficiales de cambios y de transferencias de divisas, muchos países de la región restringen las operaciones de futuros, para evitar fugas de divisas al exterior, o disminución del ingreso de las exportaciones por el efecto de coberturas adversas (desconocimiento que una operación de cobertura implica que las pérdidas en las Bolsas se compensan en el mercado físico o viceversa, por lo que, con un adecuado control de las operaciones por parte de las autoridades monetarias --Bancos Centrales-- para evitar posiciones especulativas y para asegurar que las transferencias de divisas correspondan a coberturas, se resuelven los eventuales problemas).

El desconocimiento de las Bolsas también puede obstaculizar su utilización a nivel de empresa, aún en los países en los que la operación en las Bolsas de Estados Unidos y Londres está autorizada y regulada oficialmente. En el caso de firmas estatales se suele plantear el problema del análisis separado de los efectos adversos de las coberturas de precios, por registraciones contables que no incorporan adecuadamente sus implicancias sobre el resultado;^{12/} en la práctica, estos cambios de registraciones no son fáciles de asimilar en las empresas. Por ello los directivos de las firmas pueden ser objeto de críticas, por pérdidas en los mercados a término que han sido compensadas, pero no explicitadas, con ganancias en el mercado físico (que se registran como un precio más alto de venta, sin que se diferencie en la contabilidad la variación).

Otros problemas para una mayor utilización de las Bolsas de Estados Unidos y Londres surgen de la falta de experiencia y "know how" para operar por parte de las firmas de los países en desarrollo. En América Latina y el Caribe es muy reducido el número de técnicos con entrenamiento en la materia y se dispone de muy pocos estudios sobre el comportamiento de los mercados

locales y su relación con las Bolsas. Este hecho constituye una restricción objetiva importante para un mayor aprovechamiento de los beneficios alcanzables con la utilización de las diferentes alternativas que brindan los mercados a término de los países desarrollados.

Por otra parte, las Bolsas presentan restricciones para la participación institucional de los sectores productivos de los países exportadores de América Latina y el Caribe (la industria de metales, de productos tropicales, de granos y derivados). Las Bolsas institucionalmente deben conciliar los intereses de todos los participantes, por lo que no permiten las interferencias derivadas de las estrategias comerciales de algún sector en particular. En general, la conducción de las Bolsas está a cargo de los corredores, que son mayoritariamente los dueños de las firmas que operan en las mismas. Las firmas de América Latina y el Caribe pueden acceder a ser miembros, e inclusive participar como tales en diversos comités que tienen las Bolsas, para la regulación, seguimiento y control de las actividades que se llevan a cabo, de manera de lograr que se contemplen los intereses sectoriales; pero parece poco realista pensar en que se pueden imponer condiciones sesgadas a favor del sector.

Asimismo, las características privadas de las Bolsas y su larga tradición en materia de autorregulación, llevan a pensar que es muy poco factible la instrumentación de una participación institucional de los gobiernos de América Latina y el Caribe en su dirección.

IV. CONCLUSIONES

La comercialización moderna de productos primarios involucra básicamente tres tipos de modalidades de venta, que se utilizan complementariamente: a) Las ventas de disponible (cash), que son al contado, de entrega inmediata, en las que simultáneamente se fija el precio y se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios están asociados a la localización de entrega y a la calidad de cada partida contratada; b) Las ventas para entrega futura (forward contracts), que incorporan la dimensión temporal, por lo que en los contratos se indica el precio, la cantidad, la calidad, la localización de la entrega y el momento de la transferencia de la posesión. Generalmente el pago se efectúa contra la entrega. Esta modalidad es utilizada frecuentemente en las operaciones de exportación; c) Las ventas a término (futures contracts), que se realizan en las Bolsas de productos e involucran contratos de entrega futura estandarizados, en los que están especificadas la cantidad, la calidad, la localización y los momentos de entrega. Estos contratos son escasamente empleados para operaciones físicas, por lo que se emplean complementariamente con los anteriores para mejorar el desempeño del sistema comercial.

La importancia de las Bolsas en el comercio mundial de los diferentes productos ha ido cambiando a lo largo de la historia y no ha sido igual para todos ellos. Las Bolsas de granos de Estados Unidos han tenido tradicionalmente una gran significación en el comercio mundial, tanto en la formación y diseminación de los precios, como en la negociación de las exportaciones (precios de referencia) y en las estrategias comerciales de las firmas (coberturas, especulación, etc.); ello ha sido así en virtud de que Estados Unidos ha concentrado las exportaciones mundiales de granos y derivados. Menor importancia tuvo, hasta hace dos decenios, la CSCE en el comercio mundial de azúcar, cacao y café, productos exportados principalmente por los países de la región, para los que han estado vigentes acuerdos internacionales y otras modalidades de fijación de los precios. La producción y el comercio mundial de metales también han estado concentrados en pocos países y firmas, por lo que durante muchos años los precios fijados por los productores eran los de mayor significación. Recién a principios de los años setenta los mercados se hicieron más competitivos y los productores fueron

perdiendo su capacidad de fijar los precios, por lo que fueron reemplazados gradualmente por precios de publicaciones y de las Bolsas de Metales de Londres y del COMEX de Nueva York.

En los últimos decenios, los cambios en las estructuras y en los flujos del comercio mundial, la mayor interdependencia de los mercados de factores, productos y otros instrumentos financieros y la inestabilidad de las variables económicas y financieras contribuyeron a un uso creciente de las Bolsas de productos de Estados Unidos y Londres, no sólo por parte de los especuladores, sino también por la firmas que operan comercialmente con dichos bienes. El carácter esencialmente especulativo de dichas Bolsas no invalida su importancia como mecanismos para la formación de los precios del comercio mundial; de hecho, los mercados a término, empleados ampliamente por las firmas que concentran el comercio de productos primarios, constituyen hoy una parte integrante fundamental del comercio mundial, como formadores y diseminadores de los precios y como instrumentos de estabilización de precios e ingresos (en este caso mediante las coberturas). Precisamente, la cobertura de riesgos por parte de los comerciantes de productos primarios, ha sido uno de los factores que explican el crecimiento en el uso de las Bolsas durante la década del setenta.

En el mundo moderno las interdependencias entre los distintos mercados son cada vez mayores, y éstos se encuentran crecientemente influenciados por las políticas de producción y comercio de los principales países, por lo que en la formación de los precios de cada producto interviene un gran número de variables directa e indirectamente asociadas a su producción y demanda. Uno de los errores frecuentes que se suele cometer (al que tienden los productores), 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. En dicha perspectiva, las Bolsas de productos, que concentran instantáneamente las informaciones de los principales eventos que afectan al comercio mundial, surgen como instrumentos fundamentales para la formación de los precios. Ello ha llevado a que las cotizaciones de las mismas sean crecientemente empleadas como precios de referencia, aún en el caso de los países que monopolizan el comercio exterior mediante la participación de instituciones oficiales o

semipúblicas (por ejemplo, la Australian Wheat Board y los organismos oficiales de importación de los países de América Latina y del área socialista).

A pesar de lo señalado, el nivel de utilización de las Bolsas de Estados Unidos y Londres por parte de las firmas de productoras, procesadoras y exportadoras de América Latina y el Caribe es relativamente bajo, especialmente para la cobertura de riesgos. En el caso de los granos y derivados exportados desde la región, una alta proporción se canaliza por intermedio de firmas transnacionales o bien nacionales de grandes dimensiones, que utilizan los mercados a término tanto para la determinación de los precios como para operaciones de protección; por el contrario, las firmas de menores dimensiones y los organismos oficiales sólo utilizan los contratos a término como fuentes de información y como bases de contratación, pero no para la realización de coberturas.

La utilización de la CSCE para las coberturas de riesgos por parte de las firmas exportadoras de azúcar y cacao de América Latina y el Caribe es también reducida; en cambio, las exportaciones de café de Brasil, República Dominicana y Ecuador se concentran en grandes firmas privadas, que operan en el mercado a término. La industria del cobre de la región es la que participa en mayor medida en las Bolsas de metales, para la concertación de precios y para las operaciones de protección (las principales firmas públicas y privadas exportadoras de Chile, Perú, México y Brasil las emplean regularmente).

El nivel de utilización de las Bolsas de Estados Unidos y Londres por parte de las firmas de América Latina y el Caribe depende de múltiples factores, entre los que se destacan: el tipo y tamaño de las empresas, así como su grado de integración con firmas que operan en los países desarrollados; su nivel de conocimiento sobre las ventajas y limitaciones de las operaciones en dichos mercados; la medida en que los mercados a término de Estados Unidos y Londres permiten cubrirse eficientemente de los riesgos de precios del comercio físico; la posibilidad de financiar los márgenes y garantías exigidas por los corredores o casas comisionistas de las Bolsas; y las regulaciones oficiales sobre la transferencia de divisas al exterior vigentes en cada país.

El conocimiento de los mercados a término de Estados Unidos y Londres es bajo en la mayor parte de los países de la región, tanto a nivel oficial como en el ámbito privado. En el primer caso ello ha contribuido a que las instituciones públicas de algunos países (por ejemplo, Argentina) no empleen las Bolsas para sus estrategias comerciales; y a que se establezcan restricciones para una fluida utilización de las mismas por parte de las firmas privadas. Por otra parte, la falta de experiencia operativa y conocimientos técnicos por parte de las firmas locales también contribuye a un uso reducido de las Bolsas.

Uno de los principales problemas que restringe la utilización de las Bolsas en las estrategias comerciales de las firmas de América Latina y el Caribe es la falta de paralelismo entre las cotizaciones de los respectivos mercados, lo que reduce la eficiencia de las coberturas. Así, en algunos productos y para ciertos países, los riesgos de premios son mayores a los riesgos de precios, como consecuencia de las interferencias de las políticas comerciales de ciertos países exportadores, o bien de que los factores que afectan a la oferta y demanda en cada país competidor difieren. Las variaciones en los tipos de cambio (sobre o subvaluaciones frecuentes y no sistemáticas de las paridades de las monedas latinoamericanas frente al dólar o la libra) constituyen también una fuente de divergencia entre las cotizaciones internas e internacionales. Los factores señalados han contribuido a que, en el caso de los granos, en los últimos años, la variabilidad de los premios resulte a veces mayor a la correspondiente a los precios FOB en los puertos de los países latinoamericanos; en dichas circunstancias las coberturas no resultan eficientes. La falta de estudios al respecto plantea limitaciones para un uso sistemático e indiscriminado de las operaciones de protección en las Bolsas de Estados Unidos o Londres.

Otra de las restricciones importantes para la utilización masiva de los mercados a término de Estados Unidos por parte de las firmas de la región es el requerimiento de recursos financieros en divisas para cubrir los depósitos de garantías y márgenes exigidos por los corredores o casas comisionistas. Los problemas de acceso al financiamiento en forma ilimitada (a priori), suelen ser relevantes para las firmas oficiales y privadas de menor tamaño. Asimismo, algunos países limitan las transferencias de divisas,

generando mayores interferencias y discriminaciones en contra de las firmas locales no integradas internacionalmente. Lamentablemente el sistema de márgenes es imprescindible para garantizar el buen funcionamiento de las Bolsas, por lo que no se puede obviar y deben encontrarse soluciones alternativas, que permitan el financiamiento fluido de las firmas de la región que deseen operar en los mercados a término.

Es frecuente que las instituciones oficiales de los países en desarrollo no participen en las Bolsas. Ello no surge de restricciones impuestas por dichos mercados; por el contrario, existe un marcado interés de las casas comisionistas para atraer a algunos organismos (tales como la Junta Nacional de Granos de Argentina). Los motivos que limitan su acceso son locales, de índole reglamentaria y política. Por desconocimiento o por otras razones, en muchos países subsisten prohibiciones formales e informales para la operación en los mercados de futuros por parte de las empresas u organismos públicos.^{13/} Ello otorga desventajas relativas para dichas instituciones cuando tienen que competir con firmas que en sus estrategias comerciales emplean los mercados a término.

Entre las críticas que se suele efectuar a las Bolsas se destaca la que señala que la especulación interfiere en los precios, los que no se corresponderían con los niveles de equilibrio de largo plazo basados en los factores fundamentales. De esta forma, el precio de corto plazo de las Bolsas no es necesariamente una señal adecuada para la toma de decisiones de mediano y largo plazo en producción y consumo. Ello se debe a que las elasticidades-precio de los productos primarios son bajas en el corto plazo, por lo que los ajustes de producción y consumo son lentos; el tiempo que lleva la corrección de los fundamentos es largo en la mayor parte de los productos primarios, por lo que frecuentemente ocurren, en el interín, nuevas perturbaciones, que alejan al precio de su camino de convergencia hacia el equilibrio de largo plazo. Ello hace que, aún en el caso de que los especuladores prevean adecuadamente las influencias de los fundamentos (lo que no siempre es así, en virtud de que muchos de ellos operan en base a análisis técnicos, extrapolando tendencias y acentuando los movimientos en la misma dirección que va el mercado, desestabilizándolo), la información se vea descontada e interferida en el tiempo.

La mayor parte de las operaciones en las Bolsas es de carácter especulativo. Para que se cumpla adecuadamente el rol de cobertura de precios mediante los contratos a término y opciones, se requiere la participación de los especuladores, que dan liquidez y asumen los riesgos que los comerciantes pretenden reducir. La incorporación de los especuladores a las Bolsas es fundamental: la falta de los mismos en los mercados a término de algunos países latinoamericanos, por ejemplo de Argentina, explica en buena medida su escaso desarrollo y relevancia para el comercio local, pero implica la introducción de sus expectativas y comportamientos como factores decisivos para la formación de los precios. En algunos casos, la participación de los especuladores tiene efectos estabilizadores sobre los precios; es lo que acontece con las variaciones estacionales de los productos almacenables; la presencia de especuladores, que en el agregado tienen posiciones mayoritariamente compradoras (long) en las épocas de cosecha, tiende a suavizar las variaciones estacionales, aumentando los precios en este período (en el que se concentran las ventas de los productores) y reduciéndolas en el resto del ciclo comercial.^{14/} En estos casos la presencia de dichos actores tiende a incrementar el nivel de los precios.

Por otra parte, en el corto plazo, la presencia de los especuladores suelen originar sobrerreacciones, acentuando los movimientos en la misma dirección en que evoluciona el mercado, aumentando la volatilidad. De hecho, los precios de Bolsa de productos primarios son muy volátiles, más que los precios de productores, y estos últimos han incrementado sus variaciones en los últimos decenios, influidos crecientemente por los cambios registrados en los primeros. Asimismo se observa una tendencia a una mayor volatilidad de todos los precios de los productos primarios, como consecuencia de la variabilidad creciente de la Economía mundial y de las interdependencias de los mercados. Estos fenómenos constituyen un proceso irreversible, por lo que parece muy poco realista intentar el aislamiento de los mercados de los productos de la región.

Debe notarse, sin embargo, que la utilización de las Bolsas de Estados Unidos y Londres no resuelta igualmente eficiente para los participantes de los diferentes países. A la falta de paralelismo entre las cotizaciones de los contratos a término y las de los mercados locales de los países exportadores

de América Latina y el Caribe, se agregan otros problemas de representatividad, entre los que se destaca el hecho de que los contratos de las Bolsas no siempre representan en forma fiel a los productos físicos transados, o bien las localizaciones de entrega no se adaptan a las circunstancias de los exportadores, generando así dificultades de "calce" de las operaciones. No siempre resulta fácil conciliar los intereses de los productores y consumidores (especificidad de los contratos) y de los especuladores (estandarización).

A pesar de las limitaciones señaladas, la utilización de las Bolsas de Estados Unidos y Londres resulta de interés para las políticas comerciales de las firmas de América Latina y el Caribe. Entre los principales beneficios pueden destacarse: a) la generación y diseminación de informaciones de precios, para su utilización como referencias para las operaciones comerciales, y de mercados, para la elaboración de las estrategias comerciales; b) la realización de coberturas; c) la utilización de los instrumentos brindados por las Bolsas (contratos a término, opciones) en las políticas de venta (o compra) de los productos (insumos) negociados; d) la utilización de las operaciones a término para reducir las necesidades de capital o bien facilitar su financiamiento. Todas estas alternativas, que han sido detalladas en el Capítulo III de cada uno de los estudios realizados para la CEPAL (Regúnaga, 1989; Bande y Mardones, 1989; López Huebe, 1989), resultan de gran utilidad para las firmas productoras, procesadoras y exportadoras de América Latina y el Caribe; e implican discriminaciones negativas para aquellos casos en que son empleadas sólo parcialmente por algunos participantes de dichos mercados. No utilizar las informaciones y estudios que brindan las Bolsas, asumir todos los riesgos de variaciones temporales en los precios y restringir las estrategias de compra-venta a las operaciones con físico, son fuentes de debilidad comercial de las firmas; y más aún si, en el mismo mercado, participan empresas que utilizan las Bolsas.

Las limitaciones a un uso eficiente de las Bolsas de Estados Unidos y Londres por parte de las firmas de América Latina y el Caribe asociadas a las asimetrías en la evolución de las cotizaciones en los respectivos mercados podrían ser subsanadas, al menos parcialmente, mediante el desarrollo de Bolsas locales. Actualmente sólo operan mercados de futuros para granos en

Argentina y Brasil. Para productos tropicales y metales no hay mercados a término locales.

Los mercados a término de Brasil tienen corta data y no han alcanzado un desarrollo significativo hasta el presente. En Argentina, en cambio, los mercados a término tuvieron una gran importancia en las décadas del veinte y del treinta, en las que la libertad de comercio, la estabilidad de la moneda argentina, así como la relevancia del país en el comercio mundial, atraían a los comerciantes y especuladores a participar activamente. La modificación de dichas circunstancias ^{15/} así como la falta de actualización y de desarrollo de instrumentos complementarios para su buen desempeño, llevaron a que en las últimas dos décadas los mercados a término de Argentina perdieran relevancia, limitándose a un reducido número de operaciones, principalmente de comerciantes, con escasa o nula participación de los especuladores.

La falta de liquidez es uno de los principales motivos que se señalan para explicar la escasa relevancia actual de estos mercados. En consecuencia, los comerciantes locales no pueden beneficiarse de la operación, en forma complementaria, en las Bolsas locales y las de Estados Unidos, para subsanar los problemas de asimetría entre precios internos y precios internacionales. En los productos en los que los precios locales se encuentran más estrechamente ligados a los internacionales (caso de los metales), la utilidad de las Bolsas locales se reduce.

Las restricciones mencionadas para Bolsas locales, que se explicitan en una insuficiente liquidez para que funcionen eficientemente, son extensibles a los intentos de establecimiento de Bolsas regionales. En estos casos parece muy poco factible generar la liquidez necesaria, que otorgan los especuladores, en países que tienen sistemas financieros poco desarrollados, controles cambiarios y riesgos de intervenciones oficiales para influir sobre los precios; inclusive, este tipo de interrogantes no sólo no fomenta la participación masiva de los especuladores, sino también constituye una barrera para atraer a los comerciantes de terceros países.

V. RECOMENDACIONES

1. Promover un mayor crecimiento y utilización de las Bolsas de productos de los países desarrollados

Una mayor y más eficiente utilización de las Bolsas de productos de Estados Unidos y Londres puede tener un impacto positivo en el incremento del valor de las exportaciones de los países de América Latina y el Caribe, dado que permitiría mejorar las estrategias comerciales de las firmas que operan con dichos bienes en la región; especialmente si se tiene en cuenta que la evolución del comercio mundial de factores, productos y otros activos ha contribuido a que dichas instituciones jueguen, en forma creciente, un papel central en la formación de los precios internacionales de los productos primarios. El reconocimiento de esta circunstancia y de las ventajas que pueden derivarse de un mejor uso de los instrumentos disponibles, plantea la necesidad de remover las barreras y obstáculos que limitan actualmente su utilización por parte de las empresas públicas y privadas de la región.

La falta de conocimiento y los perjuicios existentes en la mayor parte de los países de América Latina y el Caribe sobre la naturaleza y funciones de las Bolsas de productos, han sido identificados como uno de los principales obstáculos para su mayor y más eficiente utilización. Por ello, se destaca la necesidad de aumentar el nivel de conocimiento sobre las Bolsas, su funcionamiento y los beneficios y limitaciones de su uso como instrumentos complementarios de las políticas comerciales de las firmas exportadoras de la región. Para ello se podría instrumentar un programa de capacitación y asistencia técnica con los siguientes componentes:

Capacitación a funcionarios gubernamentales, que tienen a su cargo la definición de las políticas y normas que regulan las actividades vinculadas a las operaciones en las Bolsas. Entre ellos pueden mencionarse a funcionarios de los Ministerios de Economía, Hacienda, Comercio Exterior, Bancos Centrales, Organismos reguladores del comercio, etc.

El propósito de esta capacitación es promover un mejor conocimiento de los beneficios derivables de la utilización de las Bolsas e identificar, con estos actores, las barreras existentes para un uso eficiente de las mismas en cada país, de manera de inducir a su remoción.

Las características de esta actividad llevan a pensar en la necesidad de su organización por parte de instituciones nacionales o internacionales de asistencia técnica o financiera.

Entrenamiento a técnicos de instituciones oficiales y firmas privadas (cooperativas, pequeños y medianos productores o exportadores), para una eficiente utilización de las Bolsas para mejorar su gestión empresarial. Este tipo de capacitación puede ser coordinada por instituciones nacionales o internacionales y brindada, al menos parcialmente, por las firmas corredoras o casas comisionistas de las respectivas Bolsas; dado que estas empresas tienen el conocimiento, suelen organizar este tipo de actividades y pueden beneficiarse del potencial uso de sus servicios por parte de los receptores de la asistencia técnica. En función de las circunstancias de cada país y de las firmas alcanzadas, se puede pensar en entrenamientos de diferente nivel de intensidad y complejidad (seminarios o cursos de mayor duración que, eventualmente, contemplen viajes a las sedes de los mercados).

Dicho programa deberá ser complementado con la instrumentación de estudios tendientes a la difusión de informaciones sobre el comportamiento de los mercados locales y su vinculación con las Bolsas de Estados Unidos y Londres. Teniendo en cuenta el carácter dinámico de estas informaciones, se sugiere que la investigación se organice a partir de un programa de asistencia técnica y financiera (para la divulgación inicial) a la(s) entidad(es) públicas(s) o privada(s) responsables del seguimiento y difusión de las informaciones sobre el mercado. De esta manera se pretende asegurar su continuidad en el tiempo.

Otra de las limitaciones importantes para una utilización generalizada de las Bolsas de Estados Unidos y Londres es el requerimiento de los márgenes o depósitos de diferencias, que deben ser transferidas a las sedes de las mismas. Dicho requisito enfrenta diversos tipos de obstáculos, entre los que se destacan: las dificultades existentes en algunos países de la región para la transferencia de divisas sin una contrapartida de importación, la falta de disponibilidad o acceso al financiamiento requerido (inmediato y de montos desconocidos "a priori") y los problemas de registración contable de los resultados obtenidos en el exterior (especialmente si las operaciones a término originan pérdidas).

La primera de las dificultades que enfrenta la transferencia de márgenes está ligada a las políticas económicas instrumentadas por los diferentes países. Su modificación excede al marco de propuestas que se pueden recomendar en este estudio; pero, como se detalló en la recomendación referente a la capacitación de los funcionarios gubernamentales, un mejor conocimiento por parte de las autoridades monetarias de cada país, de las ventajas de la utilización de los mercados a término y de las posibilidades que brindan las Bolsas para un control estricto de los requerimientos de depósitos asociados a estas operaciones, puede contribuir a la aprobación de normas que viabilicen estas actividades.

La segunda restricción asociada a las exigencias de depósitos de los márgenes es que algunas empresas (las de menor tamaño y las del sector público) suelen tener una capacidad de endeudamiento limitada en el país y no disponen de acceso al financiamiento internacional, especialmente en las condiciones requeridas por las Bolsas. Nótese que, en el término de 24 horas, se puede necesitar depositar cifras significativas e inesperadas, en función de la evolución de los mercados. Teniendo en cuenta las compensaciones que se pueden esperar, en el agregado, del conjunto de operadores de un país o grupos de países, ha sido propuesto el establecimiento de un fondo, específico para este propósito, por parte de algún organismo multilateral de crédito o de ayuda para los países en desarrollo, que sería administrado y monitoreado por estas agencias. También se ha planteado la eventual utilización de la "segunda ventanilla" del Fondo Común de Productos Básicos de la UNCTAD. Si bien estas propuestas requieren --esencialmente-- otorgar garantías a las casas comisionistas, por lo que organismos como el Banco Mundial, el BID o el FMI podrían proveerlas, se trata de un proceso de negociación internacional bastante complejo, debido a que los funcionarios de dichas instituciones lo visualizan como de alto riesgo y sin el enfoque tradicional de inversiones en los países destinatarios de los créditos.

Otra alternativa poco difundida en los países en desarrollo es la utilización de los mercados de opciones. Las opciones presentan la ventaja, desde el punto de vista de los márgenes, que éstos se definen por una suma fija, evitando así la necesidad de fondos de magnitud variable e indefinida. Asimismo se han desarrollado formas de operación con opciones, que permiten a

los productores financiar los "premios" limitando su participación en los aumentos de precios futuros.

Para el caso de los metales se han experimentado con relativo éxito esquemas de intermediación entre empresas procesadoras o comercializadoras estatales o privadas, con buen respaldo económico, y los pequeños y medianos productores. La capacidad de las primeras para obtener líneas de crédito de los corredores o casas comisionistas, para financiar márgenes, podría extenderse a los pequeños y medianos productores interesados en la operación con futuros, utilizándose como garantía los contratos de abastecimiento de productos (físico) entre las partes.

En relación al último obstáculo, se ha efectuado previamente una propuesta de capacitación, que debe contemplar --entre otros-- la preparación de documentos tendientes a un adecuado análisis de las registraciones contables de los resultados de las operaciones físicas y con futuros.

2. Fortalecimiento de las bolsas locales

Complementariamente al uso de las Bolsas de Estados Unidos y Londres, la mejora en el desempeño de los sistemas de comercialización de productos primarios puede lograrse mediante la organización o bien el fortalecimiento, de los mercados locales. Ello adquiere particular relevancia para los países y productos para los que se registran asimetrías sensibles entre las cotizaciones locales (FAS, FOB) y las correspondientes a los mercados internacionales. Tal es el caso de los mercados de granos de Argentina y Brasil.

El escaso desarrollo de los mercados locales existentes está asociado a: problemas políticos institucionales, originados por el carácter imprevisible, discrecional y a veces arbitrario de las intervenciones oficiales en los mercados; barreras culturales, vinculadas a la percepción crítica de la actividad de los especuladores; falta de conocimiento adecuado de los beneficios derivables de su utilización por parte de los productores, industriales y comerciantes; y a la falta de adecuación de los instrumentos existentes a las condiciones inflacionarias. Ello ha conducido a un reducido

desarrollo de los mercados, con escasa participación de los especuladores y, por ende, baja liquidez.

La remoción de las barreras existentes implica la modificación de normas, que limitan las operaciones y la participación de los especuladores, así como la difusión y capacitación de los usuarios potenciales. En el primer caso, podría contemplarse la instrumentación de programas de asistencia técnica a funcionarios gubernamentales, en forma similar a lo señalado en V.1. La condicionalidad política de este tipo de actividades requerirá un acuerdo previo con los respectivos gobiernos.

En una etapa posterior, cabría la instrumentación de un programa de difusión a nivel masivo y de capacitación de los productores, industriales y comerciantes.

Notas

1/ En el caso del trigo argentino el precio de referencia es el de la Bolsa de Kansas City, por corresponder a un producto de similar calidad (en Chicago negocian trigos blandos).

2/ Un tratamiento detallado de los beneficios a nivel de las firmas de la utilización de los diferentes instrumentos disponibles en los mercados a término para granos, productos tropicales y metales puede encontrarse en el Capítulo III de cada uno de estos estudios. (Regúnaga, 1989; Bande y Mardones, 1989; López Huebe, 1989).

3/ En Chicago, los títulos de miembro pleno se negociaban a 400-500 mil dólares en 1988; en la CSCE la acción se transaba a unos 60 mil dólares.

4/ En los mercados de productos en los que predominaban los precios de productores, éstos sólo incorporaban sus expectativas. Los precios se modificaban con poca frecuencia, cuando se acumulaban evidencias sobre situaciones de desequilibrio entre producción y consumo en el mediano o largo plazo (dado que la perspectiva de los productores tiende a reflejar visiones de más largo alcance).

5/ En principio se almacenan aquellos productos cuyas variaciones estacionales de precios cubren los carrying charges o costos totales de almacenarlos.

6/ Para mayores detalles ver Cuadro 3, (Regúnaga, 1989) y Cuadros IV.4, V.5 y VI.6, (López Huebe, 1989).

7/ Uno de los motivos de fracaso o pobre desempeño de estos mercados señalados por la bibliografía especializada es la falta de liquidez (Marsana, 1988, lo señala para el Mercado a Término de granos de Argentina; Gray, 1965, lo hace para los Estados Unidos).

8/ Uno de los más célebres es el de los hermanos Hunt en el mercado de plata del COMEX.

9/ Un ejemplo clásico es el caso de los contratos de wirebars para cobre refinado utilizados en la Bolsa de Metales de Londres a principios de los años ochenta, a pesar de que el mercado físico de estos productos había sido ya desplazado por los cátodos de alta calidad.

10/ Si los comerciantes locales tampoco pudieron cubrir, si lo desearan, las posiciones con mercadería (físico), ello sería un problema serio para el desempeño de los mercados.

11/ Un análisis detallado para granos, productos tropicales y metales puede encontrarse en el Capítulo IV, de Regúnaga (1989), Bande y Mardones (1989), y López Huebe (1989).

12/ Inclusive en algunos países, por ejemplo Argentina, en los Balances contables, el tratamiento impositivo de los resultados (pérdidas o ganancias) en el exterior no puede mezclarse con el correspondiente al interior del país.

13/ Ello también acontece en países como Canadá, en donde la Junta Canadiense de Trigo no está autorizada a operar en las Bolsas, a diferencia de lo que acontece con la Junta Australiana de Trigo.

14/ Es frecuente encontrar casos de mercados invertidos o cuyas variaciones estacionales de precios no cubren los carrying charges.

15/ Por intervenciones del Estado en el comercio de granos e inclusive en las Bolsas, por controles cambiarios, por la inestabilidad creciente en los tipos de cambio y por la pérdida de participación de Argentina en el comercio mundial.

BIBLIOGRAFIA

- ACKLEY, Gardner (1983), "Commodities and Capital: Prices and Quantities", American Economic Review, 73: 1.
- BANDE, Jorge y MARDONES, José Luis (1989) "La Bolsa de Metales y su incidencia en el desarrollo de la minería de América Latina y el Caribe". CEPAL, Chile.
- BRITTO, R. (1985). "Futures Trading and ther Level and Volatily of Spot Prices: A Survey", Centre for the Studies of Futures Markets, Columbia Business School, Working Paper.
- CFTC (1984), "A Study of the Nature, Extent and Effects of Future Trading". Commodity Futures Trading Commission.
- CRU (1985), "The Influence of Speculation on the Copper Price", Commodities Research Unit Limited.
- FRY, James and KOFTI, Tetteh (1983), "Commodity Exchanges and their Impact on the Trade of Developing Countries", UNCTAD.
- GRAY, Roger and RUTLEDGE, David (1971), "The Economics of Commodity Futures Markets: a Survey". Review of Marketing and Agricultural Economics, vol. 39, N° 4. New South Wales, Australia.
- HIERONYMUS, Thomas (1978), "Economics of Futures Trading for Commercial and Personal Profit". Commodity Research Bureau, Inc. New York.
- 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. KAUFMANN, John WILLEY and Sons Inc.
- IAMARCA, Patricio (1988), "Diagnóstico de la Situación del Sistema Comercial Argentino de Granos y Subproductos". Documento N° 18. IICA, Oficina en Argentina.
- LOPEZ HUEBE, Víctor (1989), "La bolsa de café, azúcar y cacao y su incidencia en la expansión de las exportaciones de América Latina y el Caribe". CEPAL, Chile.
- MARSANA, Mario (1988), "Mercados de Futuros para Granos". Informe 2.13. IICA, Oficina en Argentina.
- PECK, Anne (1982), "Futures Markets Imports and Food Security", Agrep. Working Paper N° 43, World Bank.

POWERS, Mark and TOSINI, Paula (1977), "Commodity Futures Exchanges and the North - South Dialogue". American Journal Agricultural Economics 59.

REGUNAGA, Marcelo (1988), "Estructura y Desempeño de Sistema de Comercialización de Granos y Derivados en Argentina. IICA, Oficina en Argentina.

REGUNAGA, Marcelo (1989), "Las Bolsas de Cereales de Estados Unidos y su incidencia en la expansión de las exportaciones de los países de América Latina y el Caribe". CEPAL, Chile.

THOMPSON, Stanley and BOND, Gary (1985), "Basis and Exchange Risk in Offshore Futures Trading". American Journal of Agricultural Economics, vol. 67, N° 5.